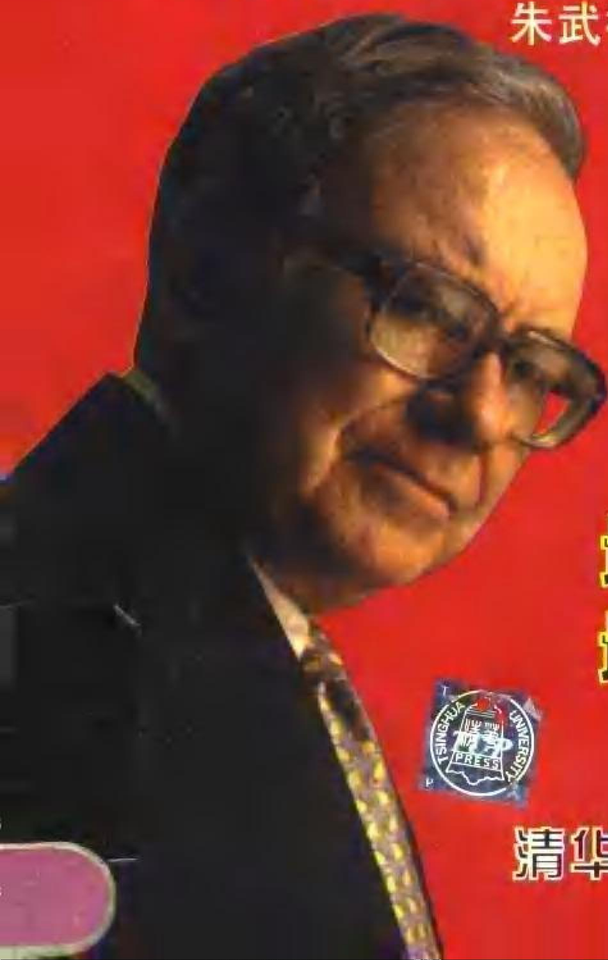
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界最伟大的投资家的投资策略

沃伦·巴菲特之路

[美] 小罗伯特 G. 海格士多姆 著
朱武祥 樊 勇 译



最新版本
最新实例



清华大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


中财 B0090474

纽约时报评选为最佳畅销书

彼得·林奇作序并力荐

沃伦·巴菲特之路

世界最伟大的投资家的投资策略

最新版本·最新实例

增加了巴菲特在沃特·迪斯尼公司收购

大都会/美国广播公司中的投资杰作

小罗伯特 G. 海格士多姆　著

朱武祥　樊勇　译

C229616

中央财经大学图书馆藏书章
登录号 458548
分类号 F837.12/25

清华大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(京)新登字 158 号

内 容 简 介

本书通过实例精辟而又详尽地描述了贯穿巴菲特投资生涯的投资哲学、投资策略、公司分析和估价技术，展示了巴菲特投资决策过程中令人神往的所谓“秘密”，书中还收入了贝克夏·哈斯维公司 1977 年—1994 年的年报和若干公司股票的内在价值估算过程及结果，有助于读者更深入和全面地了解巴菲特投资策略的精髓，更理性地投身证券市场。

Original English edition copyright ©1995 by Robert G · Hagstrom, Jr.
Published by John Wiley & Sons, Inc.
Traditional Chinese edition copyright © 1996 by Yuan-Liou Publishing Co., Ltd., Taiwan
Simplified Chinese edition copyright © 1997 by Tsinghua University Press
Published by arrangement with Yuan-Liou Publishing Co., Ltd., Taiwan
All rights reserved

北京市版权局著作权合同登记号：图字 01-97-0553 号

版权所有，翻印必究。
本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签，无标签者不得销售。

书名：沃伦·巴菲特之路
作者：小罗伯特 G. 海格士多姆
出版：清华大学出版社(北京清华大学校内，邮编 100084)
　　　因特网地址：www. tup. tsinghua. edu. cn
责任编辑：邓满红
印刷：清华园印刷厂
发行：新华书店总店北京科技发行所
开本：850×1168 1/32 印张：11 字数：273 千字
版次：1998 年 1 月第 1 版 1998 年 4 月第 2 次印刷
书号：ISBN 7-302-02775-7/F·167
印数：10001～22000
定价：21.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特之路

“《沃伦·巴菲特之路》是迄今为止最重要的股票投资杰作，如果你想全面、系统和深入地了解巴菲特的投资理念和策略，不可不读这本书。”

——肯尼斯 L. 费雪，《福布斯》杂志

“小罗伯特 G. 海格士多姆的《沃伦·巴菲特之路》一书非常清晰地向人们解析了最伟大的投资家巴菲特的投资方法。”

——《华尔街日报》

“《沃伦·巴菲特之路》一书通过实例精辟而又详尽地描绘了贯穿巴菲特投资生涯的投资哲学、投资方法和分析技术，同时向人们解开了巴菲特赢得那无人匹敌的投资业绩的奥秘。”

——摘自畅销书《漫步华尔街》和《战胜华尔街》的作者
彼得·林奇为《巴菲特之路》一书所作的序

“小罗伯特 G. 海格士多姆深入而详尽地考察了沃伦·巴菲特的投资策略以及他选择证券的逻辑，本书是一本不可多得的好书。”

——约翰 C. 伯格，先锋投资集团(Vanguard Group)董事长

“有关巴菲特投资哲学和投资策略的论述已不少见，但小罗伯特 G. 海格士多姆的《沃伦·巴菲特之路》一书描述得最为出色。该书通过实例向人们展示了巴菲特投资决策过程中令人神往的所谓‘秘密’。读罢该书会令你茅塞顿开，因为你可以在自己家里试用巴菲特的投资策略。”

——约翰·罗斯契德，《时代》周刊 财金专栏作家

“尽管本书的读者并不一定都是寻求投资致胜法宝的投资者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但每个希望了解经济行为、企业业绩以及股票市场波动之间关系的人都能从本书中找到有益的内容”。

——(英国)《经济学家》杂志

“《沃伦·巴菲特之路》的作者小罗伯特G. 海格士多姆先生以通俗易懂的语言把百亿级富翁的投资哲学、投资策略和分析方法展现在世人面前。”

——《达拉斯早报》

“小罗伯特G. 海格士多姆先生在《沃伦·巴菲特之路》一书中系统描述、归纳和分析了当今最伟大的投资家巴菲特的投资方法和基本逻辑，有助于消除人们对巴菲特的神秘感和疑惑。”

——(加拿大)《投资者文摘》

“沃伦·巴菲特毫无疑问是本世纪最伟大的投资家——不仅在于他在自由市场经济中所获得的财富，还因为他把他自己的投资哲学与理念开诚布公地与我们分享，巴菲特的成功再次证实了智慧和勇气是获得成功的关键。他掌管的贝克夏·哈斯维公司是本公司投资规模最大、投资时间最长的股东，巴菲特一直是我最好的老师。”

——查尔斯D. 埃里斯，Greenwich公司合伙人

“人们常常把巴菲特简单归结为‘价值投资者’或‘本·格雷厄姆的门徒’，小罗伯特G. 海格士多姆的《沃伦·巴菲特之路》一书有助于人们更深入和全面地了解巴菲特，更理性地投身证券市场。”

——马丁S. 弗莱迪逊，美林证券公司管理董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序

作为美国第二富翁，沃伦·巴菲特的个人财富与美国首富比尔·盖茨相差无几，但是他的知名度却比这位微软王国的掌门人逊色多了，尤其是在中国，知道他的人更是寥若晨星。自从两年前我在北京认识巴菲特先生以后，我一直有一种冲动想在中国大力推介这位传奇式的投资大师以及他独特的投资理念。

后来，虽然我在中央电视台的"经济半小时"节目中以及一些报纸的采访中谈到过他，但一直没能写下过只言片语来帮助增加中国的投资人对沃伦的了解。这次，当得知我的校友清华大学经济管理学院朱武祥老师等将要翻译出版《沃伦·巴菲特之路》一书，我深感快慰，并欣然答应为该书的中译本作序，以减轻我对巴菲特先生的歉疚之意。

我和沃伦的相识是一九九五年的九月十八日。当时，比尔·盖茨携新婚燕尔的太太来华旅行，并邀约巴菲特夫妇同行。两位美国名列一二的富豪结伴相游，成为美国媒介当时的一大新闻热点。在他们开始为期两周的"丝绸之路"的旅行之前，他们在北京作短暂的停留。十八日晚，盖茨先生作东，在钓鱼台国宾馆的养源斋宴请微软公司的客人，作为投资银行界的唯一代表，我也在应邀之列。

在养源斋那飘满桂香的四合院里，我第一次见到了仰慕已久的巴菲特先生。在金融界供职了十余年的我，对巴菲特先生的敬仰绝不亚于一位电脑工程师对于盖茨先生的崇拜，在美国，每年都有成百上千的华尔街基金经理慕名前往千里之外的奥马哈城，聆听巴菲特先生的投资哲学，而我能在万里之遥的北京见到他，实在是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会难得。站在古槐下的沃伦，品着他最钟爱的可口可乐，笑容可掬地自我介绍："我是沃伦·巴菲特，叫我沃伦吧。"六十七岁的大师，和蔼得像是一位商学院的教授。

也许是主人的特意安排，晚宴时我的座位紧挨着巴菲特先生的左边。从来不投资高科技股票的巴菲特先生和我一样，没有太多地留意盖茨先生关于微软在中国如何发展的宏论，而是兴致勃勃地和我讨论中国证券市场的投资机会以及他的一些投资理念。谈到有趣的地方，他还不时地转过头说给他的太太苏珊听，伴着柔和的烛光，两个小时的晚宴不知不觉中就结束了。临别前，他对我说"中国到处充满着机会，虽然对于我来说现在开始学习在中国投资，可能为时已晚，但我对我所参股的可口可乐公司，吉列公司等在中国的出色表现已感到心满意足了。"

是的，巴菲特先生有足够的理由感到满足。作为一名职业的投资家，他是当今世界上唯一的在有生之年，仅仅靠着投资证券就积敛了一百多亿美元财富的人。同时也为他所掌管的贝克夏公司的股东们创造了巨额财富，他的投资哲学与方法也被越来越多的投资人所尊崇与效仿。对于他的成功，我感到由衷敬佩与仰慕，甚至超过我一直奉为楷模的美国金融巨子J. P. 摩根先生。然而，让我更加景仰的是巴菲特先生的人品、处世哲学以及投资理念。

六十七年前，巴菲特先生出生在美国奥马哈市的一个中产家庭。从幼年开始，巴菲特先生就开始对父亲所从事的证券经纪工作充满了好奇，极早就开始显示出在数字与投资方面的天赋。11岁那年，他用自己的零花钱积蓄购买了平生的第一只股票。为了积累自己的投资原始资本，少年巴菲特送过报纸，投资过电子游戏机等。

从内布拉斯加大学毕业之后，巴菲特先生考入纽约的哥伦比亚大学商学院，开始系统地学习与研究证券投资理论。在此期间，他非常尊崇他的导师格雷厄姆教授的理性投资哲学。毕业后，他曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入格雷厄姆教授拥有的一家投资公司，在华尔街的证券圈经受了两年磨练。

二十五岁那年，巴菲特先生告别了华尔街的同事与师长，回到家乡奥马哈，开始实施自己雄心勃勃的创业计划。通过不厌其烦介绍自己的投资方法与理念，他说服了一批亲友共同出资 10 万 5 千美元成立了一个合伙人制的小型投资管理公司，其中他本人的初始投资为 100 美元。巴菲特公司制定的投资策略是“以价值作为投资基础，而不是短期的炒作”，目标投资回报率为超过道・琼斯工业指数股平均回报率 10 个百分点。

作为农业州内布拉斯加的首府，奥马哈市地处偏荒的中西部平原，金融业一向不发达，与号称世界金融中心的纽约华尔街有着天壤之别。巴菲特先生在离家不远的一幢普通写字楼里租下两个房间作为公司的办公室，除了一名秘书和一名研究助手以外，连基金经理们常用的股票行情机都没有，只有一些他经常阅读的“标准・普尔股票指南”以及他所收集的各种公司年报。在这简陋的办公室里，三十多年来如一日，巴菲特先生不为华尔街的喧闹所侵扰，更不理会道・琼斯指数的起伏变化，潜心钻研各种投资机会。

巴菲特先生管理的基金既投资上市公司的股票，又直接参股未上市的公司。从 1956 年至 1969 年，他所管理的基金年平均投资收益率达 29.5%，而同期的道・琼斯工业指数股的平均收益率仅为 7.5%，他的个人资产也增至 2 千 5 百万美元。1969 年，沃伦决定解散基金管理公司，转而将自己的资金悉数投入贝克夏・哈斯维公司，将其由一家纺织公司改变成一家投资控股公司，控股与参股的公司横跨保险，银行，出版与新闻媒介等十几个行业。其中最成功的投资包括：政府雇员保险公司，可口可乐公司，富国银行，华盛顿邮报等公司的股份。靠着这些少而精的投资组合，贝克夏公司 26 年来的平均年投资回报率高达 23.5%。在华尔街的基金中，连

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续十几年回报率在20%以上的已屈指可数，像巴菲特先生这样三十多年来都能保持在平均20%以上的基金经理仅此一人。如果按26%的平均回报率进行复利计算的话，当年在他手中的1,000美元投资，40年后已经像变魔术一样成为1亿美元的财富。靠着这样惊人的投资回报，沃伦的个人财富也变成了一百五十多亿美元，从而成为美国第二富豪。

取得这样奇迹般的成功，巴菲特先生的投资秘诀是什么呢？当我问到他这个问题时，他微笑地说："我的投资方法并不高深，我所做的一般人也能做得到。"大师的回答虽是谦让之词，也是实话。巴菲特的公司里既无庞大的证券研究部门，也没有顶着博士头衔的金融分析专家。他成功的原因在于他本人投资管理上的独特风格。巴菲特先生从不把时间花在关心华尔街股票的涨跌上，而是在自己投资的企业上倾注心血。他认为，股票投资者和企业家看待企业的角度是一致的，应该主动地参与企业的经营决策，在企业的管理层上进行关系投资。在选择一家企业进行投资时，他会考虑该企业的内在价值如何？能否以低于其价值购入？企业的业务是否简明易懂？经营历史是否连贯以及是否有良好的发展前景？企业的管理班子如何等等。

巴菲特的分析方法既来源强调定量分析的格雷厄姆，又受到重视定性分析的费雪的影响。前者有助于他确定投资目标的内在价值，后者使得他关注企业的发展前景。他的过人之处在于他能够以低于内在价值的价格购买企业，并依靠企业的优异成长来获得厚利。他从来不投资业务他不熟悉的企业，而对他有过经验的报纸，银行与受特许保护的饮料公司情有独钟。

《沃伦·巴菲特之路》一书非常准确地总结了巴菲特先生四十年来一贯奉行的投资理念与方法，并对他所投资的大部分公司进行案例式分析，其中也包括他在投资决策上的失误。该书中文版的出版，将为中国的读者了解这位传奇式投资大师提供一个良好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会，无论是金融界人士，企业家还是研究人员，阅读本书将受到很多的启发。尤其是有志于投资致富的广大股民，应该学习巴菲特先生不在股市中随波逐流而是努力把握企业的内在价值，靠长期投资来获得丰厚的回报。我深信，尽管中国的基金管理业处于刚刚起步阶段，但中国证券市场的巨大发展潜力一定能孕育出许许多多的像巴菲特一样出类拔萃的投资大师。

巴菲特先生不仅是一个成功的投资人，也是一个出色的教育家，一个慷慨的慈善家。去年，他从贝克夏公司的董事长位置上功成身退，花费大量的时间精力在演说，写作与慈善事业上。他所撰写的许多文章，就像他每年在贝克夏公司年报上发表的股东致函一样，充满着智慧与哲理，是美国基金经理们爱不释手的读物。他一生节俭，从不在豪宅、名车上花费钱财，而是不断地进行再投资。对于他的巨额财富，他已决意要捐献给社会，投资收益对他来说是“取之于民，还之于民”，而他在几十年投资生涯的成功过程中得到极大享受与快乐。

已过而立之年的我，终日忙于为中国的企业海外发债，发股，不敢奢望成为投资大师，能够结识沃伦大师以及捧读这本《沃伦·巴菲特之路》已是我一生中莫大的快乐与享受。

摩根士丹利投资银行
副总裁兼北京代表处首席代表
汪潮涌
一九九七年五月于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译 者 说 明

1996 年 3 月，清华大学经济管理学院图书情报中心委托我对 John Wiley & Sons 出版公司赠送的一批经济管理教材及论著中的金融财务类书籍进行介绍和评价，其中这本《沃伦·巴菲特之路》深深地吸引了我。本书深入浅出地描述了巴菲特独特而又简明的投资哲学和策略，以及巴菲特如何运用其投资哲学、准则与估价技术方法投资可口可乐、吉列、美国运通、所罗门兄弟投资银行、通用动力等著名公司股票、可转换证券并大获成功的实战范例。读后印象极为深刻，深受启发，获益颇多，余味无穷，同时，产生了将其翻译出来与国人共享的强烈意愿。

沃伦·巴菲特是全球最伟大和最富有的证券投资家。他于 1956 年以 100 美元开始了其投资合伙人的生涯，经过数十年的经营，成为美国巨富之一。在美国《幸福》杂志 1994 年最富有的个人排序中名列第二，仅次于微软公司总裁比尔·盖茨。在净资产上 10 亿美元以上的个人中，只有巴菲特是从股票市场中发家致富的。他掌管的贝克夏·哈斯维公司投资公司(Berkshire Hathaway)投资业绩位列同行之首，并被评为美国 1996 年最具盛名的 10 家公司之一，也是金融业唯一进入前 10 名的公司。

巴菲特在证券投资领域从小本经营的无名之辈到富可敌国、声名远播，奥妙在其独特、深刻但又简单且易于理解的投资哲学、选股准则、估价技术以及投资策略。证券行业是一个比较容易让人失去理性的世界，而巴菲特却在这个容易失去理性的世界中始终保持了清醒，并且赢得了非凡的胜利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特早年师从被称为“金融分析开山鼻祖”的金融家格雷厄姆，吸收了格雷厄姆内在价值和安全收益的思想。后来又吸收了另一伟大的投资家费雪有关公司分析、集中持有的投资哲学。经过综合和创造，形成了自己注重公司分析、关注股票内在价值并且长期集中持有的投资哲学。与众多在股市中随股票价格变动而时喜时忧的投资者不同，巴菲特远离股市，从而免受了股票市场情绪的影响。巴菲特更关注企业本身的内在价值，即通过考察分析企业经营管理素质、财务地位及中长期竞争优势等因素，评估企业未来预期产生收益的水平、持续时间及稳定性，从中判断企业的内在价值，进而分析当前股价是否高估或低估。巴菲特不关注股市近期波动，不欣赏也不采纳股市技术分析方法。巴菲特认为，股市的唯一作用就是用来发现是否有人犯错误，从而造成公司股票的市场价值低于其内在价值，形成安全的收益差额，这样，使他可以在合理的价位上购进该公司的股票。巴菲特曾在实业性公司担任过经理，在公司经营质量判断、股票内在价值分析方面形成了独特而又简单的评价准则、估价方法及投资策略。巴菲特对财务会计准则及财务报表的缺陷有着深刻的理解，因此，他采用股权自由现金流方法来估算股票的内在价值，在股权现金流预测及贴现率选择方面稳健而又独特。例如，现代金融理论极力主张并且绝大多数证券投资者选取的贴现率都或多或少考虑了风险补偿，而巴菲特独树一帜，采用美国政府长期债券收益率为贴现率，不作风险补偿调整。其根本原因在于，巴菲特对自己所投资的公司都作过极为详尽的分析，因而避免了风险。

巴菲特不主张实业性公司进行多角化经营，他欣赏的公司大都具有业务专一且易于理解、经营业务历史上前后一致等特征。巴菲特不购买多角化经营的公司或虽然经营业务专一但自己不理解、对其经营前景分析把握不准的公司股票。巴菲特认为，投资者应该在自己的能力范围之内进行投资，重要的是“了解自己不知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么”。巴菲特反对实业公司多角化经营的同时，也不欣赏流行的现代证券组合投资理论及投资策略。巴菲特认为，现代证券组合投资理论只有在对企业都知之甚少时才适合，否则，就可能犯在好企业投资过少、投入精力不够，而在状况糟糕的企业上投资以及花费时间过多的风险。巴菲特坚信：把众多的鸡蛋放在1～2个篮子里专心而又精心地呵护，比放在多个篮子里顾此失彼而破裂的风险更小，收益也更大。因此，巴菲特始终奉信集中投资、长期持有的投资策略。在他所掌管的基金的投资组合中，75%的资金仅集中投资在5只不同的股票或可转换证券上，并且对所选准的每只股票都投入巨资，通常不少于10亿美元。同时，注重中长期投资增值。巴菲特从不关心股市近期波动及预测未来走势、不关注金融市场利率变动、选举等事件。也不因公司一时出现经营困难而“用脚投票”，正所谓不畏浮云方遮望眼，持股期限平均在3年以上。巴菲特的平均投资回报率长期保持在30%以上，这在美国证券投资领域中是极为难得的。

公司分析已经越来越为我国证券市场投资者的接受和重视，目前，已有不少投资者从公司分析中受益。随着我国证券市场的进一步发展和机构投资者队伍的日益壮大，注重公司分析和投资价值的投资哲学、投资策略和估价行为必将更为盛行。同时，这种投资哲学和投资策略对消除我国证券市场的过度投机也大有益处。

为了给读者奉献一本质量较高的译作，使读者能准确地了解原书作者所描述的巴菲特的投资哲学、投资策略和估价方法，我们对译文几经修改，力图使译文在专业术语规范的同时，符合中文习惯。

本院国际金融与财务专业的部分同学承担了本书部分章节的初译工作：李树憬、许进（第一、二章），孙燕军、梁洪昀（第五章），谈英红、张小刚（第六章），张小刚、刘鲁旦、吴捷强（第八章），徐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

晓辉（第九章）。在此深表谢意。书中翻译不当之处，敬请广大读者指正。

朱武祥　樊勇
清华大学经济管理学院国际金融与财务教研组
一九九七年三月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·林奇序

1989年初的一个周末之夜，我家的电话铃响了。我11岁的二女儿安妮先接的电话，她告诉我是沃伦·巴菲特打过来的。我想这一定是个恶作剧。这个打电话的人一开始就说："我是奥马哈(译注：奥马哈为美国内布拉斯加州的一个城市)的沃伦·巴菲特(好像我会将他和其他叫沃伦·巴菲特的人搞混)。我刚读完你的书，非常喜欢。我想在贝克夏·哈斯维公司的年度报告中引用你书中的一句话。我自己也一直想写一本书，但总是没有时间下笔。"他说得非常快，在十五到二十秒的时间内恐怕讲了四十个单词，中间还夹杂着一连串的笑声，并且满腔热情。我当即同意了他的请求。我们在电话里一共谈了差不多十分钟。我记得他最后邀请我去奥马哈，他诙谐地说："如果你到了奥马哈而不光临寒舍的话，你就会在内布拉斯加州声名狼藉。"

我当然不想在内布拉斯加声名狼藉，于是大约6个月后，我接受了他的邀请来到奥马哈。沃伦·巴菲特让我把他办公室的每一平方英尺都看了个够(这并不需很长时间，因为整个过程都在还不到网球场一半大的地方里进行的)，我与他的11个雇员都一一打了招呼。在巴菲特的办公室里，既找不到一台计算机，也找不到一台股票指数行情机。

大约一小时后，巴菲特带我去了一家饭馆，品尝了当地味道极好的牛排，在那里，我平生第一次喝了樱桃可乐。我们谈到了小时候所做的事情，谈到了棒球和桥牌，还介绍了各自的公司以往投资的故事。沃伦讨论了或者说回答了有关贝克夏·哈斯维公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Berkshire Hathaway)所持有的每只股票和每次投资决策方面的问题。

为什么说沃伦·巴菲特是历史上最好的投资家呢？他作为一个普通的人、股东、投资管理公司的经理以及整个公司的股东时，分别是什么样的形象呢？贝克夏·哈斯维公司年度报告独特之处在哪呢？为什么他在这方面投入了那么多精力呢？人们可以从中学到什么呢？为了寻求这些问题的答案，我一方面和他进行长谈，一方面又重读了贝克夏·哈斯维公司前5年的年报以及他担任公司董事长时的报告(1971年和1972年的年报正文只有两页)。我还和九个在不同方面与沃伦·巴菲特有过四到三十年交情的各种人交谈过，包括杰克·拜伦、罗伯特·邓汉姆、唐·考夫、卡罗·鲁米斯、汤姆·穆菲、查理·门格、卡尔·理查德、弗兰克·罗尼和希斯·斯菲尔德等。

对于巴菲特的个人品质，大家的反映非常一致。首先，巴菲特很知足。他热爱他所做的一切，诸如与人打交道，研读大量的公司年度、季度报告以及大量的报刊杂志等。作为一名职业投资家，他既讲原则，又不乏灵活性，同时具有耐心、勇气和信心，决策果断。他总是寻求风险已被消除或最小化的投资。他非常了解概率，善于捕捉机会。我相信巴菲特这方面的能力既来自于他对简单数学计算的内在热爱和对桥牌的热衷，也来自于他长期从事高风险资产的保险与再保险的经历。当全输的可能性很小而预期获取的回报又很丰厚时，他愿意承担风险。他经常列出他的失败和错误，但并不辩解。他乐于自我解嘲，并客观地赞美他的同事。

沃伦·巴菲特是一个伟大的公司研究者和虔诚的聆听者。他能够迅速而又准确地决定一家公司或一个复杂问题的关键所在。他可以在两分钟之内决定放弃投资，也能在几天后大举买进。他总是有备而来，满载而归。正如他在贝克夏·哈斯维公司年度报告中所说的那样：“诺亚不是在下雨的时候才开始修造方舟的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为贝克夏·哈斯维公司的掌门人，他几乎从不打电话找部门经理或公司的主要负责人，但无论白天或晚上的任何时候，只要下属去向他汇报事情或寻求咨询，他都非常乐意。当投资某只股票或购买某个企业时，他便充当啦啦队队长和传声筒，对此，他用棒球管理类比说："在贝克夏·哈斯维公司，我不告诉击球手如何击球。"

沃伦·巴菲特乐意学习和改善自己的两个例子是公开演讲和使用计算机。五十年代，巴菲特花了100美元去聆听戴尔·卡耐基的课程"不是利用公共演讲来防止膝盖打软，而是在膝盖打软时去作公共演讲"。在贝克夏·哈斯维公司的股东年会上，面对2000多名听众，沃伦·巴菲特和查理·门格一块坐在讲台上，不带讲稿发表演讲并回答问题，他的风采可以迷倒韦尔·罗杰斯、本·格雷厄姆、金·所罗门、菲利普·费雪、大卫·莱特曼以及比利·克莱斯特。为了能有更多的机会打桥牌，1994年初，巴菲特学会了如何使用计算机，以便加入一个桥牌网络和其他人打牌。也许在不远的将来，他会使用计算机上的信息服务功能查询公司信息，进行投资研究。

沃伦·巴菲特强调投资的关键因素是确定一个企业的内在价值，并支付公平或者低廉的价格。巴菲特不关心股票市场最近或未来会怎样。1988年至1989年，可口可乐公司的股票已经比六年前涨了五倍，比六十年前涨了五百多倍，很多人认为可口可乐公司的股票价格处于高估状态，但巴菲特却在可口可乐公司的股票上投资了10多亿美元。三年后，巴菲特当初的投资增值了四倍，但他仍坚持继续持有，他打算五年、十年、二十年后在可口可乐公司的股票上挣更多的钱。1976年，他曾大量买进美国政府雇员保险公司的股票，尽管当时该股票价格已从每股61美元跌至2美元，并且市面上普遍认为它将肯定会跌到零。

普通的投资者怎样才能应用沃伦·巴菲特的投资方法呢？沃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦·巴菲特从不投资他不了解的企业或超出他“能力范围”的企业。所有的投资者能够在他们所从事的行业或他们所乐于研究的那部分业务中找到并扩大他们的“能力范围”。巴菲特认为，一个人不必在一生中多次作出正确的投资决策，因为他自己在四十年的投资生涯中作出的十二个投资决策就使他赢得了非凡的业绩。

如果风险要求投资者们做更加仔细和深入的研究的话，那么，仅仅集中投资于一小部分股票，就可大大降低收益风险。通常，在贝克夏·哈斯维公司的投资组合中，75%以上的普通股仅仅包含五种不同的证券。本书多次明确阐述的一个原则是：购买那些暂时出现问题或股市下跌甚至低迷时的大公司股票。不要去预测股票市场、整个经济、利率或选举的走势，也不要把钱浪费在专门预测这些事情的人身上，应该去研究公司的经营和财务状况，评估公司的未来。当一切你都认为可行时就买下它。巴菲特幽默地指出，很多人在投资时像打扑克牌一样，打了一晚上，却一眼都没有看清过他们手中的牌。

在政府雇员保险公司、威尔斯·法高公司以及通用动力公司不景气时，很多专业人士都说这些公司有很大的麻烦，此时，几乎没有几个投资者能具有巴菲特那样的胆识、敢投资购买这几家公司的股票。巴菲特投资了大都会/美国广播公司、吉列公司、华盛顿邮报以及可口可乐等公司的股票(投资这些公司为贝克夏·哈斯维公司创造了 60 多亿美元的利润)，这些公司都有很强的盈利历史，经营有方，并且是特许经营公司。

除了贝克夏·哈斯维公司的股东外，巴菲特还利用贝克夏·哈斯维公司年度报告帮助大众成为更好的投资者。巴菲特父母双方的上辈人都做过报纸编辑，他的姑妈艾丽斯是一个有着三十多年教龄的公立学校教师。沃伦·巴菲特既乐于教书，又喜欢写一般性的商业文章和作特别的投资。他二十一岁在内布拉斯加州立大学读书时，就做过义务教员。1955 年，巴菲特在纽约工作时，还在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯加戴尔中学教授有关股票市场的成人教育课程。六十年代后期到七十年代的十年里，他一直在克瑞顿大学免费讲课。1977 年，他服务于爱尔·索默爵士领导下的一个委员会，负责向证券交易委员会提供有关公司信息披露方面的建议。从这以后，他亲自撰写的贝克夏·哈斯维公司年度报告的内容便发生了很大的变化。报告形式变得更像他 1956 年到 1969 年期间编写的合伙人报告。

从八十年代早期开始，贝克夏·哈斯维公司的年度报告开始向股东通报公司所持有股份的收益以及新的投资，同时还更新有关保险和再保险业务的情况。从 1982 年开始，年度报告还列出了贝克夏·哈斯维公司的企业收购标准。报告的边上是一些例子、类比、故事以及有关股票投资所要做和不要做的一些格言警句。

沃伦·巴菲特为贝克夏·哈斯维公司的未来收益制定了较高的标准，他定下了每年内在价值增长 15%的长期目标，很少有人敢定下这样高的目标。1956 年到 1993 年期间，也只有巴菲特自己的公司达到了这个目标。他曾经说过，由于公司的规模很大，维持这个目标的确很难，但仍然存在实现的机会。贝克夏·哈斯维公司留有很多现金以备投资，公司的现金还在逐年增长。从贝克夏·哈斯维公司 1993 年 6 月份的年度报告上第六十页的最后一句话中，他的信心可见一斑："贝克夏·哈斯维公司 1967 年以来从未派发过现金红利。"

巴菲特自己也想写一本有关投资的书，但一直抽不出时间，我们期待着不久的将来能读到巴菲特自己的著作。在此之前，贝克夏·哈斯维公司的年度报告差可填补这一空白，有点类似于 19 世纪写连载小说的作家，如埃德加·爱伦·坡、威廉·梅克皮斯·萨克雷和查尔斯·狄更斯。而在这一过渡时期，我们现在又有了小罗伯特 G. 海格士多姆所著的《巴菲特之路》一书，它为我们提供了深入了解巴菲特投资哲学与策略的途径。该书描述了巴菲特的投资生涯，并举例说明了他的投资哲学和方法是如何不断改善的。同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

介绍了参与巴菲特投资过程的一些重要人物。本书还详细介绍了为巴菲特创下无以匹敌的收益记录的关键性投资决策实例。最后，这本书介绍了一个投资家利用对任何人——无论其财富多寡都适用的投资理念和能不断挣钱的投资策略。

彼得 S. 林奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者再版前言

沃伦·巴菲特是美国最具盛名的投资家，他在过去四十年里创造了无与伦比的投资收益业绩，他个人的财富也已超过100亿美元。但他的个人风格和性情与典型的亿万富翁相距甚远。他掌管的贝克夏·哈斯维公司(Berkshire Hathaway)总部并没有在华尔街豪华的大楼里安营扎寨，而是在远离华尔街的一个小城市——内布拉斯加州的奥哈马市。巴菲特是一个谦和、友善和诚实的智者，直觉灵敏，反应迅速，并且非常热心，极具感染力，深为传媒和投资者所喜爱。

对于本书第一版的热销，我本人不甚荣幸。它实际上反映了人们渴望更系统、深入地了解巴菲特。在股票市场令人更加难以捉摸的情形下，全球投资者对巴菲特的投资理念和投资方法兴趣日隆并不奇怪。

人们希望了解巴菲特是如何进行证券买进和持有决策的。读完本书后你会发现，巴菲特投资一家好企业并持有若干年，从而获得与该企业真实的获利能力和经营业绩相对应的收益的投资理念相当简单和直接，其原理也很容易理解和应用。人们推崇巴菲特的原因在于：(1) 巴菲特是这种方法的设计者，(2) 巴菲特运用这种方法成了亿万富翁。

本书内容通俗易懂，里面没有计算机程序或两英寸厚的投资银行手册之类的内容。不管你是买下一家公司10%的股份，或仅能买下一手股票，本书都将有助于你获得更好的投资业绩。不过，我要强调的是，即使你完全遵循了本书所描述的巴菲特的投资方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，也不能保证你在今后的三十年内获得年均23%的投资收益率。毕竟，巴菲特四十年来投资和拥有企业所累积的卓越才能、直觉能力以及资源、经历都是很难模仿到的。甚至巴菲特本人也不能保证今后还能实现这个目标。

为了获得更好的投资业绩，投资者尽量不要被市场情绪和短期变化所迷惑，应该独立思考，坚定信念和勇气，切实了解和研究公司，应用比较简单的分析模型评估公司的内在价值，这样，获利的机会就会大大增加。否则，从本书中得益的可能性就会日渐减少。

新版内容的调整与补充

《沃伦·巴菲特之路》一书面世以来，巴菲特和他掌管的贝克夏·哈斯维公司又发生了明显的变化。这次再版时，增补了相应的内容，以便反映巴菲特和他掌管的贝克夏·哈斯维公司的最新投资动向。

最引人注目的事件莫过于沃特·迪斯尼公司收购大都会/美国广播公司，这项收购是美国第二大并购事件，而巴菲特则是沃特·迪斯尼公司的第二大股东。对这项并购的解释和分析将在第八章介绍。第八章“几只好股票”是本次再版时新增的一章，除了沃特·迪斯尼公司收购大都会/美国广播公司外，还包括巴菲特投资甘尼特公司(Gannett)、PNC银行、所罗门公司(Salomon)以及美国运通公司股票的内容。初版的第八章在本次再版时移为第九章。

本次再版时，有一些编辑和图表方面的变化。例如，在附录的股票估价图表中，用“股东收益”替代了容易混淆的“现金流”。另外，表中的 k 代表贴现率。

除上述章节的内容外，其它章节的内容与上版相同。

需要说明的是，我本人现在是Focus共同基金公司的管理人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该基金遵循本书所归纳和介绍的巴菲特的投资理念和策略进行投资组合。Focus 基金公司在本书所描述的几只股票中都有不同程度的投资。最近，Focus 基金公司又陆续购入或准备购入大都会/美国广播公司、美国运通公司、沃特·迪斯尼公司以及甘尼特公司等四家公司的股票。

本书的写作

1984 年，我在一个经纪行接受投资经纪人培训时，读到了贝克夏·哈斯维公司的年度报告，这是我第一次知道沃伦·巴菲特这个名字。像其他读过贝克夏·哈斯维公司年度报告的大多数人一样，我立刻被巴菲特清晰自然的文章给吸引住了。作为八十年代的一个职业投资者，我整天被股票市场、宏观经济以及证券的即时买卖搞得昏头转向。然而每当我听到有关沃伦·巴菲特的某个故事或读过他写的某篇文章时，市场的喧嚣就似乎被他理性的声音给盖住了。正是这种潜移默化的影响促使我写下了这本书。

一些评论家认为，尽管沃伦·巴菲特获得了巨大的成功，但他的古怪特性阻碍了他的投资方法广泛采纳。我不同意这种观点。我并不否认他的古怪，这也是他成功的源泉。我认为，巴菲特的方法非常适合个人投资者及机构投资者，关键在于理解。本书的目的就是想帮助投资者应用我认为导致沃伦·巴菲特获得巨大成功的投资战略。

我并未直接采访过沃伦·巴菲特本人，也没去采访他的任何一个朋友或同事。然而，在撰写本书时，我给他寄去过本书手稿的复印件。因为我在书中引用了不少贝克夏·哈斯维公司年度报告里面的话，所以有必要征求巴菲特先生的同意，从而能合法地使用这些有版权的材料。使用来自贝克夏·哈斯维公司年度报告的引文，特别是董事长信件里的引文，都得到了巴菲特先生的书面许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可。这些许可并不表明巴菲特先生曾和我合作过这本书，也不说明他向我透露了在他的文章中找不到的一些秘密或策略。巴菲特先生所做的一切都是公开的，我认为，投资者所需做的，或者说对他们有价值的是仔细研究贝克夏·哈斯维公司多年来所做的投资中所蕴藏的巴菲特的投资理念和策略，并努力追根求源。

致　　谢

在我写作本书期间，非常幸运地得到很多朋友和同事的真诚帮助，他们不惜花费自己的宝贵时间和精力。在此，深表谢意。

我的两个合伙人——弗吉尼亚·莱斯和约翰·罗伊德从一开始就支持这项工作。弗吉尼亚还通读了整个原稿，作了很多有益的修改，并提出了很多有价值的建议。凯利·安·凯利、卡罗尔·格里林和辛迪·伊格对我的写作非常理解和支持，在我撰写本书期间，是他们保证了我们公司的正常运转。伯顿·格雷和查尔斯·埃里斯最早鼓舞我进行这项工作，路易斯·迪斯维斯特和查尔斯·德温尼在有关估价的问题上提供了非常有价值的帮助，联合资本管理公司的罗伯特·卡门在百忙之中抽出宝贵时间和我一起讨论了有关问题，查尔斯·哈德门也花了不少时间阅读了整个手稿，并提出了不少宝贵建议，麻省莱克星顿 Symmetrix 公司的斯特沃特·戴维斯和玛丽·麦劳夫承担了本书若干专题的研究，他们认真负责的态度使我确信基本上没有遗漏任何东西，标准·普尔评估公司的约翰·费兹盖拉德和林达·彭福德为本书提供了有价值的研究报告及图表，另外，彼得·吉本斯和杰克·格里格以及我多年来的顾问兼好友——莱格·梅森基金顾问公司的董事长威廉·米勒也提供了不同程度的帮助。

我和 John Wiley & Sons 出版公司的合作关系一直不错，财经编辑麦尔斯·汤普森最早提议出版此书，米切尔·科恩则花了不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少时间帮助我这个第一次出书的新手，玛吉·斯达科对本书进行了非常认真细致地修改，她谨慎而有益的建议使本书明显增辉添色。

毫无疑问，没有沃伦·巴菲特先生的教诲以及他对我使用他的版权材料的许可是不可能完成本书的。同样，没有家庭的关怀与支持，我也不可能写成这本书。我父母——鲍勃和露丝·海格士多姆从来没有动摇过对我的支持，我的儿子罗伯特和约翰，坐在我的膝上帮我打手稿，我的女儿凯米在我写作本书期间尽了额外的责任，帮我照料了罗伯特和约翰。我的贤妻玛吉在我告诉她我要写这本书的第一天就鼓励和支持我。玛吉承担了几乎所有家务，使我有大量时间来进行写作。

小罗伯特 G. 海格士多姆
宾西法尼亚州·费城
1995 年 9 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一章　小概率事件……………………………………………… 1
第二章　两位智者 …………………………………………… 33
第三章　市场先生与旅鼠 …………………………………… 57
第四章　购买企业 …………………………………………… 85
第五章　长期持有…………………………………………… 111
第六章　固定收益证券……………………………………… 175
第七章　股票投资…………………………………………… 201
第八章　几支好股票………………………………………… 241
第九章　一个非理性的人…………………………………… 275
附　录　贝克夏·哈斯维公司的投资组合及若干公司股票
　　　　内在价值估算过程及结果………………………… 295

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

小概率事件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　小概率事件

近年来，经济及金融领域的学者与投资家们一直在争论“市场效率理论”的正确性。这个有争议的理论认为，分析股票纯属浪费时间，因为当前的股票价格已经反映了所有可得信息。坚持这个理论的人声称，一般投资者无须像那些经验丰富的职业投资分析家们一样，花大量的时间去研究最新的估算年报或季度报告，只需向一页股票报价单投掷飞镖，就可以和这些职业分析家们同样成功地选中前途光明的股票。

然而，某些屡屡冒犯这个结论的人士——最著名的当属巴菲特，以他们投资成功的事实表明：市场效率理论错了。而信奉市场效率理论家们则反驳说理论本身并没有错，巴菲特等人的成功只能算是纯属偶然的小概率事件，一种发生概率如此之小以致于实际上不可能发生的统计现象。

1993 年秋，《福布斯》杂志编制了一份美国巨富的名单，包括杜邦、梅隆、洛克菲勒等几大家族及 69 位净资产在 10 亿美元以上的个人。巴菲特以个人净资产 83 亿美元位居巨富名单榜首。而在这 69 人当中，唯有巴菲特是从股票市场中发家致富的。1956 年，他以 100 美元开始了他的投资合伙人生涯。13 年后，他帐下的财富已达 2500 万美元。22 年后，便成了美国最富有的人。但是，若要更为全面地评赞巴菲特的惊人才能，就不应仅仅停留在他的财富与对他的推崇上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人简历及投资开端

沃伦·爱德华·巴菲特1930年8月30日出生在内布拉斯加州的奥马哈。他的父亲霍华德·巴菲特一直居住在奥马哈，是当地的证券经纪人和共和党议员。沃伦·巴菲特在童年时代就对数字十分着迷，心算能力很强。巴菲特8岁时，便开始阅读他父亲的有关股票市场的书籍。巴菲特11岁时就在他父亲担任经纪人的哈里斯·阿浦汉姆公司开户。同年，他购买了他的第一只股票——市政服务公司优先股。

巴菲特的父亲在国会工作期间，巴菲特也住在华盛顿，不过巴菲特的兴趣转向了企业经营。巴菲特13岁那年，找了一份沿固定路线投递《华盛顿邮报》和《时代先驱报》的工作。小有积蓄后，巴菲特买了几台单价为25美元的弹球游戏机，投放在当地的赌场。不久，巴菲特就拥有了7台游戏机并且每周能给家里带回50美元。后来，巴菲特与一位高中好友合资了350美元，购买了一辆1934年生产的劳斯莱斯轿车，之后又以每天35美元的价格出租。这样，巴菲特16岁高中毕业时，已经积攒了6000美元。

巴菲特在内布拉斯加大学进入高年级时，阅读了本杰明·格雷厄姆的经典著作：《理性投资者》。这本有关证券投资的著作对巴菲特产生了深远的影响。为此，巴菲特大学一毕业就离开了家乡奥哈马，只身来到纽约，进入哥伦比亚大学商学院师从他敬仰的本·格雷厄姆。格雷厄姆强调理解企业内在价值的重要性。他始终坚信：投资者只要能正确计算企业的内在价值并以低于企业内在价值的价格购入其股票就能发家致富。格雷厄姆的这种评估方法引起了巴菲特对数字的重视。

巴菲特在哥伦比亚大学获得经济学硕士学位后便回到了奥马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈，在他父亲的经纪公司工作了一小段时期。在此期间，巴菲特继续与格雷厄姆保持联系，写信讲述自己的种种投资思想。1954 年，巴菲特在格雷厄姆的邀请下来到纽约，加盟格雷厄姆-纽曼公司。在格雷厄姆-纽曼公司任职期间，巴菲特对格雷厄姆的投资方法简直入了迷。除了巴菲特，格雷厄姆还雇用了沃尔特·史劳斯、汤姆·耐普和比尔·卢恩。史劳斯后来在一家著名的大公司担任了 28 年的财务主管；耐普毕业于普林斯顿大学化学专业，是特威迪·布朗公司最初的合伙人；卢恩则创立了红杉基金。

1956 年，格雷厄姆-纽曼公司解散，61 岁的格雷厄姆决定退休。巴菲特又回到家乡奥马哈。凭着从格雷厄姆那里学来的投资知识以及亲友的金融背景，巴菲特开办了一家合伙投资公司。这时他只有 25 岁。

巴菲特的这家投资公司由 7 个合伙人组成，共出资 105,000 美元，巴菲特是总负责人，他自己仅投入 100 美元。合伙人每年可以得到相当于他们投资额 6%的收入，除这个标准数额之外，还可以分到年净利润的 75%。另外 25%的利润则归巴菲特。此后的 13 年，在巴菲特的管理下，合伙公司的年均投资收益率达到了 29.5%。取得这样的成就相当不易。因为在这 13 年里，道·琼斯工业指数下跌了 5 次，而巴菲特的合伙投资公司却是芝麻开花节节高，从来没有发生过衰退。

巴菲特向他的合伙人承诺说："我们的投资是建立在股票内在价值基础上的，并不是随波逐流。"合伙公司"将尽力把长期资本损失（而不是随行逐市的短期损失）减少到最小。"合伙期间，巴菲特不仅采用少数股权方式进行投资，而且还通过股票的大量购买，控制了 7 个公众公司和私人公司。例如，1961 年，他购买了制造农用设备的丹普斯特·米尔制造公司，1962 年，又收购了一家处于困境的纺织品公司——贝克夏·哈斯维公司。

随着巴菲特的知名度越来越高，越来越多的人请求巴菲特管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理他们的钱财。投资入伙者与日俱增，巴菲特相应建立了更多的合伙公司。这种现象一直持续到1962年，巴菲特决定把它们合并为一家合伙公司。那年，他把合伙公司的总部迁到了奥马哈市的基维特大厦，也就是公司现在的办公所在地。到1965年，合伙公司的资产达到2600万美元。

1969年，巴菲特决定结束投资合伙关系。他认为股票市场正处于高度投机的氛围之中，真正的价值在投资分析与决策中所起作用越来越小。60年代后期，股票市场由高估的股票统治着，"漂亮50股"经常挂在投资者嘴边上。像IBM、宝丽来、施乐等公司的股票市盈率高达50倍甚至100倍。巴菲特给他的合伙人寄去一封信，表示自己已跟不上现今市场的步伐。巴菲特表示，"我不会放弃先前那种我已深谙其内在逻辑的方法，尽管我知道它应用起来很困难，并且很可能导致相当大的永久性资本损失，但另一方面，这种方法意味着巨大而且显而易见的收益。"

合伙公司开始时，巴菲特曾经制定了一个目标，年收益率要超过道·琼斯工业指数平均水平10个百分点。1957年至1969年，他确实击败了道·琼斯指数。但不只是10个百分点，而是22个百分点(参看图1.1)。合伙公司解散后，投资者收回了自己的资本份额，然后各奔东西。有些投资者转投市政债券，有些则由巴菲特推荐给了一位基金管理人，此人是他在哥伦比亚大学时的同窗好友比尔·卢恩，剩下的其他一些成员，包括巴菲特本人在内，则把资产转至贝克夏·哈斯维公司，形成了新的合伙关系。巴菲特在新的合伙公司中的股权增至2500万美元，足以控制贝克夏·哈斯维公司。在此后的20年里，巴菲特与贝克夏·哈斯维公司的财富双双飞涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

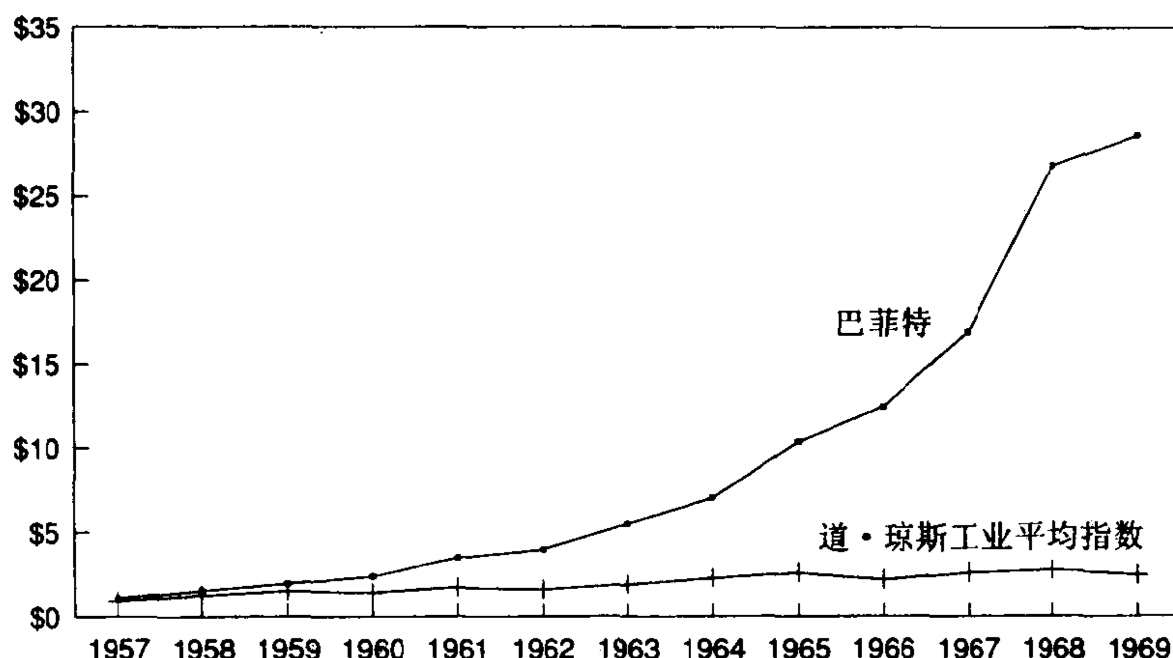


图 1.1 每 1 美元投资价值比较——巴菲特的合伙公司与道·琼斯工业指数

贝克夏·哈斯维公司的早期历史

贝克夏·哈斯维公司原来是一家产棉公司，成立于 1889 年。四十年后，贝克夏·哈斯维公司与其它七家纺织品工厂合并，发展成为新英格兰州最大的纺织公司之一。在此期间，贝克夏·哈斯维公司的产量满足了全美大约 25%的棉花需求，耗用了新英格兰州 1%的发电量。1955 年，贝克夏·哈斯维公司与哈斯维公司制造厂合并，公司也相应更名为贝克夏·哈斯维公司。

不幸的是，合并后公司的经营状况很不景气。不到十年，股东权益下降了一半，经营亏损超过一千万美元。尽管出现了这些令人沮丧的结果，巴菲特的合伙公司还是在 1965 年接管了贝克夏·哈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯维公司。在接下去的20年中，巴菲特与纺织分部经理肯·切斯一起，竭尽全力来扭转这家公司的亏损局面。然而结果仍然令人失望，权益资本收益率一直未超过10%。

七十年代后期，贝克夏·哈斯维公司的股东们开始怀疑继续在纺织行业投资的明智性。巴菲特并未隐瞒困境，但多次表达了自己的考虑：贝克夏·哈斯维公司下属的纺织厂是所在地区最大的雇主；劳工队伍相对来说只需较为固定的技能；企业管理班子显示出了高度的热情；工会也一直比较公司管理层的工作。总之，巴菲特相信经营纺织品仍有利可图。不过，他也声明，他希望纺织集团能以少量的资本支出取得正的收益。巴菲特说："我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务，但如果公司一旦出现将来可能会大亏本的迹象，那么，哪怕它目前效益很好，也不能继续提供资金。亚当·斯密不会同意我第一个主张，卡尔·马克思则会反对我的第二个主张；'中间立场'是唯一让我感到惬意的位置。"

贝克夏·哈斯维公司进入80年代后，巴菲特逐渐从事实中悟出了一些道理。首先，纺织生意的特定本质决定了它不可能实现高回报。纺织品是一种与竞争对手的产品很难区分的商品，国外的竞争者依靠雇佣廉价劳动力的低成本竞争优势挤压经营利润。其次，为了保持竞争力，纺织厂需要补充相当大的资本投入，这在通货膨胀的环境中是很可怕的，一旦经营回报匮乏就会陷入灾难之中。

巴菲特当时面临艰难的抉择。如果为了保持竞争力而对纺织分部投入大量资本，贝克夏·哈斯维公司可能会陷入资本支出扩张但收入可怜的境地；如果不追加投资，贝克夏·哈斯维公司的纺织厂就会在与国内外其它纺织厂的较量中失去竞争力。而不论贝克夏·哈斯维公司在纺织分部是否追加投资，国外厂家仍然具有雇佣廉价劳动力的低成本竞争优势。

1980年，贝克夏·哈斯维公司年度报表显露出了纺织分部的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凶兆。那一年，纺织分部失去了它在董事长报告中的显著位置，紧接着第二年，报告根本未提到纺织业务。最终，1985 年 7 月，巴菲特终于删除了有关纺织部门的一页，从而结束了这项大约有一百年历史的业务。

尽管纺织部门遭遇不幸，但这一经历并不完全意味着失败。俗话说，失败是成功之母。首先，巴菲特从中悟出了一个宝贵的教训：很少有人能成功地扭转一个已病入膏肓的亏损企业。其次，巴菲特用纺织业务早期阶段创造的资本购买了一家后来成为贝克夏·哈斯维公司摇钱树的保险公司。可谓失之桑榆，得之东隅。

经营保险业务

1967 年 3 月，贝克夏·哈斯维公司出资 860 万美元购买了奥马哈的两家头牌保险公司——国民赔偿公司和火灾及海运保险公司的全部流通股。这是贝克夏·哈斯维公司非凡成功故事的开始。

若想理解此中的非凡之处，首先应理解拥有一家保险公司的真正价值。保险公司有时是很好的投资，有时却恰恰相反。然而可以肯定的是，保险业永远是令投资者惊心动魄的投资领域。支付保险金的投保人为保险公司提供了稳定的现金流；保险公司可以用这些现金进行投资，直到有索赔发生。由于索赔发生的不确定性，保险公司偏爱投资流动性好的证券，主要是股票和债券。因此，巴菲特得到的不只是两家运作良好的公司，而且是一辆管理投资的装甲车。

1967 年，国民赔偿公司和海运及火灾保险公司拥有价值 2470 万美元的债券和价值 720 万美元的股票。两年后，这两家保险公司持有的股票和债券价值总和达到 4200 万美元。对巴菲特这样“行事谨慎”的股票投资老手来说，这是一种漂亮的组合。其实，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在当年管理贝克夏·哈斯维公司所属的纺织公司的证券组合时，巴菲特就已经品尝到了成功的滋味。巴菲特1965年接管贝克夏·哈斯维公司时，该公司拥有290万美元的有价证券。第一年末，巴菲特就把公司有价证券帐户下的金额扩大到540万美元。1967年，贝克夏·哈斯维公司的证券投资收入是纺织分部全部营业收入的3倍，而投在普通股票等有价证券组合上的资本仅是后者的十分之一。

对巴菲特退出纺织业进入保险业的时间是有争议的，实际上，他只不过是改变了公司经营的商品类型。保险公司与纺织公司一样，也是在销售一种商品——一种无形商品。保险公司的商品是标准化的，能被任何人效仿。保险公司之间没有能够用来互相区分的商标、专利权、地区或原材料上的优势。保险公司容易注册，保险费率也是公开的. 一般来说，一个保险公司最大的特点就是它的成员。管理者个人的努力对一个保险公司的业绩表现有着巨大的影响。

60年代后期，保险业是个相当赚钱的行当。1967年，国民赔偿公司收取了1680万美元的保险费，从中获得了160万美元的税后利润。到1968年，保险费收入增至2000万美元，税后利润达到220万美元。巴菲特早期经营保险业的成功促使他大胆在这个行业扩大阵营。整个70年代，巴菲特一共购买了3家保险公司，并另外组建了5家保险公司。

尽管势头良好，巴菲特却一直居安思危。70年代后期，巴菲特开始对保险公司的业务产生了一些忧虑。某些他不能直接控制的因素开始影响成本。尽管物价指数每年只增长3%，但医疗及汽车修理费每年增长9%。而且，法庭诉讼中判给原告的赔偿费和保险公司必须支付的赔偿费以惊人的速度增长。巴菲特估计经营成本每月要增加大约一个百分点。按此计算，除非保险费率相应的增长，否则，保险业务的经营利润必然会萎缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但事实却正好相反，保险费率不但没有增长，反而下降了。在商品经营中，低价格是获取市场份额的一种竞争策略。巴菲特注意到，有些公司宁愿以低于经营成本的价格出售保险单也不愿冒失去市场份额的风险。显然，他们在赌保险费率会上涨，从而能重新获得利润，以丰补歉，抵消先前的损失。巴菲特的常识阻止他采用无利可图的方式发展贝克夏·哈斯维公司的保险业。

由于不愿在价格上竞争，巴菲特试图通过另外两种方法来表现贝克夏·哈斯维公司保险业务的经营特色。首先是通过贝克夏·哈斯维公司保险公司的经济实力。在财产保险业中，贝克夏·哈斯维公司保险公司的净资产价值仅次于国民农业公司。而且，贝克夏·哈斯维公司投资组合的总价值与保费总额的比值是同行业平均水平的 3 倍。

第二个不同之处在于巴菲特并不看重贝克夏·哈斯维公司保险公司的业务总量。对巴菲特来说，他可能在某年签发五倍于前一年或者只是前一年十五分之一的保单业务。他当然希望总能获得大量的保险业务，但前提条件是价格要合理。如果价格过低，他宁愿发行少量的保单。巴菲特的这种保险业务经营哲学是从国民赔偿公司创始人杰克·林沃特那里学来的。贝克夏·哈斯维公司的保险业务一直没有偏离过这一原则。

巴菲特认为，贝克夏·哈斯维公司保险业务的戏剧性变动并不是由贝克夏·哈斯维公司保险公司自己造成的，而是其它保险公司恶性竞争的行为所造成的。当保险公司为了竞争，纷纷以低于预期成本出售保单时，客户便见利思迁，离开贝克夏·哈斯维公司保险公司。然而，当许多保险公司因为害怕现期的损失而从市场上退出时，贝克夏·哈斯维公司保险公司却坚守其职。当然，贝克夏·哈斯维公司保险公司仍坚持“价格合理”原则。巴菲特的经营之道像一个稳定器。巴菲特自己则认为，“我们在保险业务供给短缺时大幅度增加保单业务。当然我们并非只是为了稳定保险业才遵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

循这个策略，我们遵循它是因为我们相信这是最明智也是最赚钱的经营之道。”

九十年代，残酷的价格竞争、持续的保险损失以及微薄的投资收益共同描绘了一幅保险行业岌岌可危的图景。巴菲特继续把财务稳健和财政责任作为贝克夏·哈斯维公司保险公司的经营特色。贝克夏·哈斯维公司坚实的财政实力使它的保险业务鹤立于同业公司。从某种意义上来说，巴菲特赋予贝克夏·哈斯维公司保险公司财务坚实、诚信的做法创造了一种只有商品经营中才具有的特许权。

诚然，在最近十年来，贝克夏·哈斯维公司保险公司也经历了不少痛苦。巴菲特本人也承担了保险业务经营失误相应的责任。但他的投资经验和实践常识使贝克夏·哈斯维公司的股东一直处于令人羡慕的地位。

经营非保险业

贝克夏·哈斯维公司以控股公司而知名。除拥有多家保险公司以外，还拥有一家报社，一家糖果公司，一个家俱店，一个珠宝店，一家百科全书出版社，一家真空吸尘器商店和一家制作兼分销制服的公司。

巴菲特如何获取这些不同生意的故事本身就很有意思。这些故事非常有助于启发我们探究巴菲特评价公司的独特方法。巴菲特对全资公司、具有控股权的公司以及仅购买小部分股权的公司所采用的评价标准是相同的。拥有这些公司还为巴菲特提供了评价企业经营质量现状与前景的第一手经验，这对巴菲特后来的选股决策至关重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓝齿票据公司

巴菲特在收购贝克夏·哈斯维公司后不久，又购买了一家零售公司的股票。该公司是一家经营多种零售业务的控股公司，在巴尔的摩拥有一家名叫豪克斯德-科恩(Hochschild-Kohn)的百货店和一家拥有七十五个女士服装连锁店的零售店。与当初购买纺织厂一样，巴菲特以低于帐面价值的价格收购了这家控股公司。该公司经营管理人员，用巴菲特的话说，是第一流的。但不幸的是，与纺织厂一样，低廉的购买价格和顶尖的管理素质并没有解救这家公司的困境。由于经营一直不景气，且难有起色，在收购零售控股公司的三年后，巴菲特卖掉了豪克斯德百货店。1987 年，又卖掉了女士服装连锁店。但正像收购贝克夏·哈斯维公司使巴菲特获得了投资保险业的机会一样，购买零售控股公司又使巴菲特掌握了三项新业务。

除了百货零售店外，零售控股公司还拥有一家名为蓝齿票据(Blue Chip Stamps)的公司，该公司为超级市场及加油站的客户提供所需的交易票据。将这些票据收集成册即可用来换取商品。因此，蓝齿票据公司实际上管理了一个由超级市场和加油站创造的现金或硬通货仓库。60 年代后期，蓝齿票据公司手中所持有的没有变现的交易票据价值 6000 多万美元。巴菲特充分利用这笔资金继续收购其它公司，包括一家糖果公司、一家报社和一家储蓄与贷款机构。

早在 60 年代末，贝克夏·哈斯维公司就通过下属子公司收购蓝齿票据公司的股票。巴菲特本人也购买了蓝齿票据公司的股票。零售控股公司并入贝克夏·哈斯维公司后，贝克夏·哈斯维公司拥有蓝齿票据公司半数以上的股票。1983 年，贝克夏·哈斯维公司最终通过与蓝齿票据公司的合并获得了该公司剩余的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希斯糖果公司

1972年1月，蓝齿票据公司购买了希斯糖果公司(See's Candy Shops)。希斯糖果公司是西海岸一家制造并经销盒装巧克力的零售商，拥有1000万美元现金。希斯糖果公司起初公开的卖价是4000万美元，实际价格是3000万美元。巴菲特出价2500万美元，卖主最终接受了这个价格。

希斯糖果公司长期不俗的经营业绩应归功于查克·哈金斯。自从被蓝齿票据公司收购后，哈金斯仍然负责公司的管理工作。哈金斯目前负责了225家糖果店的经营和每年2700万磅糖果生产和分销工作。1993年，希斯糖果公司的收入为2.01亿美元，上交贝克夏·哈斯维公司2430万美元。鉴于当时美国巧克力消费处于低谷时期，这个成绩相当优秀。希斯糖果公司的成功主要基于两个因素：产品质量和售后服务。

1982年，有人向巴菲特出价1.25亿美元购买希斯糖果公司，这是巴菲特1972年购买该公司价格的五倍。巴菲特接受了这个买价。在过去的十一年里，希斯糖果公司上交给贝克夏·哈斯维公司的税后现金收入达2.12亿美元。而同一时期，希斯糖果公司的资本支出只有4400万美元。若考虑到贬值和分期付款的因素，大约只相当于3900万美元。

《布法罗新闻报》

与希斯糖果公司一样，《布法罗新闻报》(Buffalo News)也是通过蓝齿票据公司加盟贝克夏·哈斯维公司阵营的。1977年，蓝齿票据公司出资3300万美元从爱德华兹·巴特勒女士手中购买了《布法罗新闻报》。巴菲特小时候就曾与他童年时代的伙伴编辑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一份名叫《马仔精选》的赛马内情通报。当时，他只能梦想拥有一份重要的都市新闻报纸。今天，巴菲特炫耀《布法罗新闻报》的成功就像一个骄傲的父亲夸耀子女的成功一样。他的确有理由自豪。渗透率和新闻度是用来衡量新闻报纸成功的两个统计指标。渗透率是指在当地居民中购买某报纸的百分比。如果按渗透率来评价，《布法罗新闻报》是都市新闻报纸中的第一大报。新闻度是指报纸版面用于新闻而非广告的比例。1990年，《布法罗新闻报》的新闻度达到了52.3%，这使《布法罗新闻报》成为全美最“富于新闻”的报纸。

新闻度与净收益的关系密不可分。一份新闻度高的报纸会吸引类型更为广泛的读者，从而提高市场渗透率。而渗透率高又会使报纸成为一种更有价值的商业广告媒介。加上《布法罗新闻报》一直保持低成本，因而能够承受把一半的版面用于新闻报道的非常规作法。

《布法罗新闻报》成功的一半功劳应归功于编辑默里·赖特与出版人斯坦·利普瑟。自从蓝齿票据公司购买下该报以及后来蓝齿票据公司又被贝克夏·哈斯维公司收购以来，他们二人一直在《布法罗新闻报》主事。斯坦·利普瑟与默里·赖特令人钦佩，因为是他们把《布法罗新闻报》发展成了报业中的佼佼者。

寻找新的公司

从1982年起，巴菲特开始在贝克夏·哈斯维公司年报上刊登公司收购广告，寻找新的并购对象。条件是：(1)税后收入能力至少不低于1千万美元的公司，而且能够在股权资本基础上而非运用大量债务获得这一收入，(2)所经营的业务必须简单和容易理解。巴菲特通常不会购买高科技类型的公司。他承认自己不理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高科技业务。(3) 希望被并购的公司能提供管理班子。巴菲特通常不派任新人。

巴菲特在贝克夏·哈斯维公司1990年的年度报告中，公开了一封信，这封信是巴菲特写给一位想卖掉本家族业务的人的。信中揭示了巴菲特的思想。巴菲特在信中指出，贝克夏·哈斯维公司没有专设公司并购部，也没有聘用经过工商管理教育训练的业务人员。巴菲特购买公司时，基本上不更换管理班子，因此，这些被收购的公司运作起来具有相当大的自由度，一般由收购前负责该公司经营管理的家庭成员继续管理。实际上，巴菲特总是要求对经营管理尽心尽责的人继续留在公司。由于税收原因，贝克夏·哈斯维公司一般收购目标公司半数以上的股份，这样可以合并收入。而公司原股东通常只保留少数股份。巴菲特唯一控制的是公司的资本分配和高层经理人员的薪金。除了这两点以外，经理人员尽可按照他们认为合适的方式来经营。据巴菲特说，有些经理人员乐意与他讨论经营管理问题，而有些则不乐意，巴菲特认为这只是个人性格问题。

在一次企业拍卖会后，巴菲特写了一封信给未来的卖主。巴菲特在信中明确指出：你可能不会比先前更富裕。但你将拥有一种不同的财富。你可以把你直接掌握的公司股份的百分之一兑换为大量的现金。这些现金最终还会投到证券市场上。不过，你对证券市场的理解可能不如你对原来的业务那样透彻。

由于直接掌握公司经营的家族成员们对资产和经营问题经常产生相互冲突的要求，贝克夏·哈斯维公司提供的经营关系看来是比较理想的模式。既可以在家庭成员之间重新分配财富，同时还能保留一部分他们珍爱已久的业务和资产。巴菲特则得到了一家经营良好的公司，包括公司收入的相应份额和一支久经考验、素质较高的管理队伍。

贝克夏·哈斯维公司年报上的公司收购广告确实起了作用，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一系列公司陆续归并到巴菲特的贝克夏·哈斯维公司帐下。1993年，贝克夏·哈斯维公司非保险业务的销售总额为20亿美元，贝克夏·哈斯维公司从中获得的税后利润份额为1.76亿美元，占贝克夏·哈斯维公司1993年全部经营收入的37%。

内布拉斯加家俱店

座落在奥马哈市的内布拉斯加家俱店是全美国最大的家庭用品商店。1983年，贝克夏·哈斯维公司收购了该家俱店90%的股份，余下10%留给那些继续管理家俱店生意的原家俱店家族成员。路易·布兰肯继续担任总裁职务，他的三个儿子——罗、艾瑞和史蒂夫都为公司的成功做出了贡献。路易的母亲罗斯·布兰肯，既是家族的女家长又兼家俱店的董事长，人们常亲切称她为布女士。她在1937年以500美元的资本创建了这个家俱店。巴菲特收购该家俱店时，布女士已经九十岁高龄，但仍然每周工作七天。

从创办家俱店的第一天起，布女士的营销策略就是“价格便宜、实话实说”。巴菲特收购她的家俱店时，这家营业面积200,000平方尺的商店每年的销售额为1亿美元。十年之后，年销售额增至2.09亿美元，属于贝克夏·哈斯维公司的税后利润份额为7800万美元。

有趣的是，内布拉斯加家俱店的销售增长比奥马哈市的人口增长还快。当布兰肯家俱店的年销售额达到4400万美元时，巴菲特猜想，这家家俱店似乎已经抢到了奥马哈市所有的生意。那么家俱店怎样才能继续增长呢？显然需要扩大它的营销范围。几年前，一份来自130英里以外的德莫勒斯市的消费者调查报告表明，在该市20家家俱零售商中，布兰肯的内布拉斯加家俱店受消费者欢迎的程度评为第三名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博施艾姆

布女士从前苏联移民到美国后不久，她父母及五个兄弟姐妹也陆续过来了。她的一个妹妹丽贝卡嫁给了路易斯·弗里德曼。1948年，他们一起在内布拉斯加州的奥马哈收购了一家名叫博施艾姆(Borsheim)的小珠宝店。弗里德曼的儿子艾克1950年开始参与经营，接下去是艾克的儿子和两个女婿。

布兰肯的家俱经营策略基本上照搬了弗里德曼的珠宝经营策略："价格便宜、实话实说"。博施艾姆珠宝店的营业场地比较大，因此，博施艾姆珠宝店的费用比率要比绝大多数同行低好几个百分点。博施艾姆珠宝店的销售额也比较高，弗里德曼非常注意降低费用，并努力使珠宝店的销售额在购买旺季每天超过4000美元。可以说，弗里德曼掌握了成功的决窍。

与布兰肯的内布拉斯加家俱店一样，弗里德曼也注意把珠宝生意扩展到奥马哈市以外的地区。一些消费者甚至不惜远行数百英里专程到博施艾姆珠宝店购物。博施艾姆珠宝店还提供寄售服务，这有助于维持低经营成本。博施艾姆珠宝店的经营成本——只占销售额的18%，而大多数竞争对手为40%，零售业巨头沃尔-马特(Wal-Mart)的经营成本则为销售额的15%。巴菲特认为，对尿布行之有效的经营之道对钻石同样有效。通过保持低成本，博施艾姆珠宝店能够以较低的价格销售珠宝并扩大市场份额。据巴菲特评价，除纽约的Tiffany珠宝店外，奥马哈市的博施艾姆珠宝店的业务额超过了全美其他任何珠宝商。

费切海默兄弟公司

1986年1月，费切海默兄弟公司(Fechheimer Brothers)的董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事长鲍勃·海德曼(也是贝克夏·哈斯维公司的股东)给巴菲特写了一封信。信中说,他读了贝克夏·哈斯维公司的公司收购广告后,认为费切海默兄弟公司符合巴菲特要求的收购先决条件,愿意归并到巴菲特门下。巴菲特与海德曼在奥马哈进行了会晤。同年夏天,巴菲特的麾下又增加了一家公司。

费切海默生产和销售制服。公司历史可追溯到1842年,海德曼家族1941年才加入其中。与布兰肯和弗里德曼家族一样,海德曼家族两代人都在公司任职。鲍勃·海德曼和乔治·海德曼兄弟俩与他们的三个儿子——加瑞、罗杰和弗雷德都在公司任职。海德曼家族希望继续管理公司,但更需要重新分配公司的财富。能从贝克夏·哈斯维公司得到现金并能继续拥有一部分所有权是十分理想的。

迄今为止,巴菲特还从未参观过费切海默公司在辛辛那提的总部,也没参观过它的任何工厂。公司的经营很稳定,海德曼家族已经为公司提供了下一代管理班子。1986年,巴菲特投资4600万美元收购了该公司84%的股份。此后六年间,费切海默兄弟公司的销售额从7400万美元增至1.22亿美元,而资本支出平均每年不到200万美元。在这期间,费切海默公司向贝克夏·哈斯维公司上交了4800万美元的税后利润,平均每年的净收入是股东期初投资额的14%。

斯柯特-费特泽公司

斯柯特-费特泽公司(Scott & Fetzer)经营十七种业务,拥有好几种一流的产品,包括柯尔比真空吸尘器、百科全书、韦恩燃烧炉、矿井用公用水泵及污水泵、坎普贝尔·霍斯费尔德空气压缩机、气动工具和喷漆系统等,年销售额7亿美元。公司的总部设在俄亥俄州的西湖,由拉尔夫·斯克伊管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝克夏·哈斯维公司收购斯柯特-费特泽公司时，巴菲特把它分成三个分部——柯尔比真空吸尘器、百科全书和斯柯特·费特泽制造公司，三个分部均由拉尔夫·斯克伊掌管。

1986年1月，巴菲特花了3.15亿美元的现金收购了斯柯特-费特泽公司，这是贝克夏·哈斯维公司最大的公司收购业务之一。这次收购的结果之好甚至超出了巴菲特本人最乐观的期望。目前，斯柯特-费特泽公司三个分部的收入大约占贝克夏·哈斯维公司非保险业收入的35%。

1992年，斯柯特-费特泽公司创造了1.1亿美元的税前收入。令人难以置信的是，公司是运用1.16亿美元的权益资本和极少量的债务赚取这一收益的。巴菲特认为，如果按净资产收益率排序，斯柯特-费特泽公司可以轻而易举地排在《幸福》杂志500家公司的前列。在过去的七年中，斯柯特-费特泽公司成功地减少了在固定资产及存货上的投资，并且，在增加收入的同时，还把比它收入还多的财富分配回了贝克夏·哈斯维公司。贝克夏·哈斯维公司通过购买斯柯特-费特泽公司赚取了大量的利润。巴菲特认为这笔投资成功的主要原因之一在于拉尔夫·斯克伊领导有方。

布朗鞋业公司

1991年7月，贝克夏·哈斯维公司用现金收购了布朗鞋业公司。该公司从事鞋类制品的制造、进口和经销。1992年，布朗鞋业公司的税前利润为2500万美元。巴菲特认为，无论怎么看，鞋业经营都是一桩困难的生意，鞋业公司要想成功必须有杰出的管理者加盟。贝克夏·哈斯维公司幸运的是，布朗鞋业公司作价的一部分包括该公司经验丰富的总裁弗兰克·鲁尼。1929年，一位名叫雷·赫夫曼的企业家出价1万美元收购了布朗鞋业公司。不久以后，弗兰克·鲁尼娶了赫夫曼的女儿。婚礼之日，他被岳父告之：请不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要打进入布朗鞋业公司工作的主意。弗兰克因此到麦尔维尔鞋业公司工作，后来成了麦尔维尔公司总裁。雷·赫夫曼九十岁那年病倒了，临终前，他请求弗兰克接管布朗鞋业公司。雷·赫夫曼去世后，赫夫曼家族决定卖掉鞋业公司，加入贝克夏·哈斯维公司阵营。

尽管鞋业经营是桩很棘手的生意，巴菲特还是决定买下布朗鞋业公司。第一，公司确有利润；第二，弗兰克·鲁尼同意继续管理公司；第三，布朗鞋业公司有一套不寻常的奖励制度，布朗鞋业公司管理人员中的关键人物将获得 7800 美元的基本薪水并分享一定比例的再投资收益。巴菲特指出，这种奖励制度能使经理人员强烈地意识到权益资本不是免费的。公司经理人员不顾利润损失和再投资状况而获得高报酬的事情太多了。在布朗鞋业公司，经营者与股东真正穿着同一双鞋走路。

吉利鞋业公司

巴菲特喜欢用现金购买公司。不过在贝克夏·哈斯维公司得到的内在价值可以抵得上它所放弃的价值的情况下，巴菲特偶尔也会通过发行贝克夏·哈斯维公司股票来交换另一家公司的股权。1993 年秋，贝克夏·哈斯维公司发行了 25,221 股(价值 4.2 亿美元)股票购买了吉利鞋业公司，从而扩大了自己在鞋业经营上的投资。

立足于缅因州的吉利鞋业公司是全美最大的独资鞋类制造商。由于贝克夏·哈斯维公司在购买布朗鞋业公司方面的成功，因此，巴菲特熟悉了鞋业经营。巴菲特认为，吉利鞋业公司是贝克夏·哈斯维公司所欣赏的那种公司。该公司有一份长期获利的历史记录。巴菲特宣称，吉利鞋业公司具有一种独特的特许经营权，吉利的新英格兰鞋类制品包括著名的鹿皮和船形鞋。最后，巴菲特赞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同吉利鞋业公司注重长期目标的经营管理哲学。巴菲特表示他既可以用现金也可以用股票来收购吉利鞋业公司，之所以采取股票交换方式是因为吉利鞋业公司的股东想得到贝克夏·哈斯维公司的股票。

查　理

如果不谈及查尔斯·门格(又称查理)的话，任何有关巴菲特及贝克夏·哈斯维公司的论述都是不完善的。查尔斯·门格是贝克夏·哈斯维公司的副董事长。在巴菲特眼中，他也是共同管理贝克夏·哈斯维公司的伙伴。

巴菲特与查理的友谊早在 30 多年前就开始了。查理也是奥马哈人，但他所学的专业是法律而不是工商管理。查理从哈佛法学院毕业后，在洛杉矶与别人合伙开办了一家名叫门格-托利斯-奥尔森的法律事务所。1960 年，查理到奥马哈旅游时，与巴菲特相遇。他们谈话自然而然转到了投资。巴菲特试图说服查理富裕之路是投资而不是法律。看来巴菲特的一番论述是有说服力的，因为此后不久，查理就建立了一个类似于巴菲特的合伙投资公司。

1962 年到 1975 年，查理管理的投资公司取得了辉煌的成功。尽管有 1973 年～1979 年的熊市，他的投资公司还是取得了年均 19.8%的收益率，大大高于同期道·琼斯工业指数平均 5%的水平(参见图 1.2)。查理的股票投资组合种类少但数量大，因此收益结果变动十分剧烈。但他的方法与巴菲特十分类似，他们的目标都是寻求购买价格低于内在价值的股票。

查理的投资公司也购买了蓝齿票据公司股票。与巴菲特一样，查理于 60 年代后期开始购买蓝齿票据公司的股票。最后，查理担任了蓝齿票据公司董事长，他的职责包括管理蓝齿票据公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

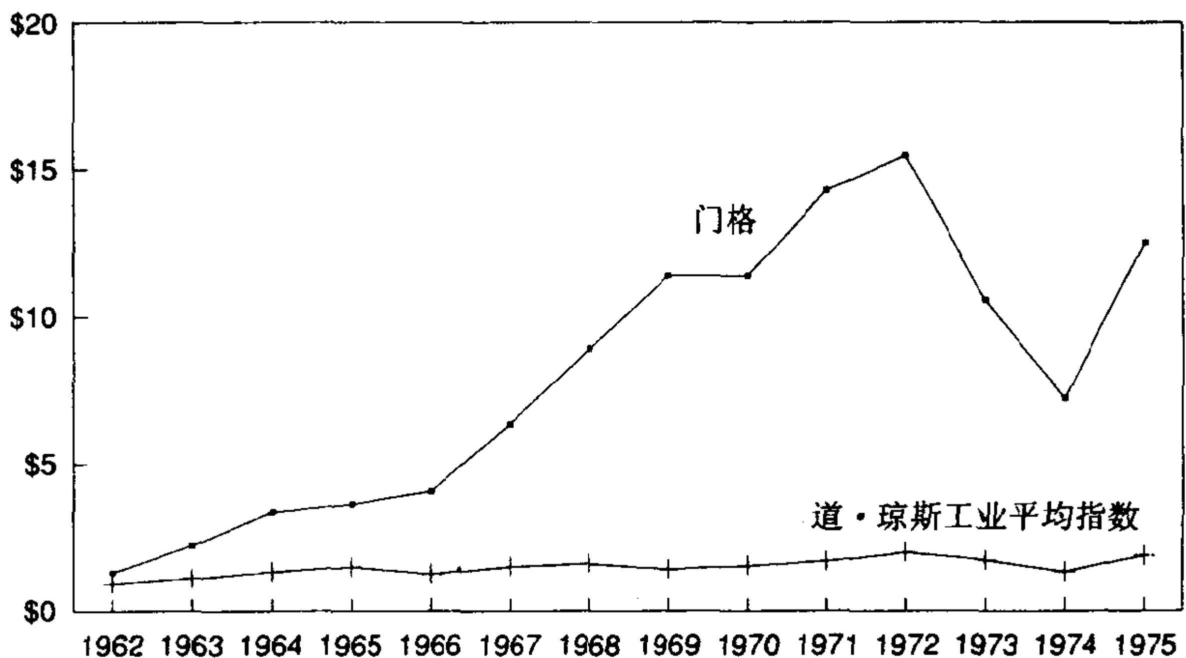


图 1.2　每 1 美元投资价值比较-查理的合伙公司与道·琼斯工业指数

有价证券组合。

60 年代和 70 年代，查理和巴菲特一直有联系。1978 年，当零售控股公司并入贝克夏·哈斯维公司时，他们的合作关系才正式确定下来。当时，查理入选贝克夏·哈斯维公司董事会。蓝齿票据公司并入贝克夏·哈斯维公司后，查理升任为贝克夏·哈斯维公司的副董事长。在蓝齿票据公司收入的高峰期，巴菲特和查理不但获得了希斯糖公司和《布法罗新闻报》，1973 年，他们还收购了韦斯柯财务公司 80%的股份。

韦斯柯财务公司

查理任职蓝齿票据公司董事长期间，路易斯·温森特担任韦斯柯财务公司总裁。蓝齿票据和贝克夏·哈斯维公司合并后，已经七十七岁的温森特退位，由查理继任韦斯柯财务公司董事长兼总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裁。韦斯柯财务公司下属三个子公司：精密钢铁公司、韦斯柯保险公司和互助储蓄与贷款银行。

精密钢铁公司位于伊利诺伊州的弗兰克林，1979 年被韦斯柯财务公司以 1500 万美元的价格收购。精密钢铁公司与任何一家普通公司无甚区别。只是它在供应特殊的螺纹钢方面声誉良好。他们的价格合理而且服务上乘。在几次供应短缺的时期，精密钢铁公司以一家可信赖的供应商形象在全美赢得了赞誉。1980 年以来，精密钢铁公司从未亏损过。1993 年，它的税后利润为 200 万美元，占韦斯柯财务公司全部税后收入的 10%。

1985 年，韦斯柯公司投资 4500 万美元与贝克夏·哈斯维公司合资建立了韦斯柯保险公司。建立该公司最初只是为了对消防队员基金的保险进行再保险。1988 年，韦斯柯保险公司开始经营财产保险业务。它现在已经在内布拉斯加州、犹他州及依阿华州注册。查理十分赞同巴菲特立足长远、规避拥挤的保险经营策略，尽管业内人士认为这种经营策略是不赚钱的。目前，韦斯柯保险公司与贝克夏·哈斯维公司一样也开办了长期资本和短期货物保险业务。1993 年，韦斯柯保险公司的经营收入为 1240 万美元，占韦斯柯公司全部税后收入的 60%。

虽然查理在每年写给股东的年度报告中都要评价保险业务的经营状况，但保险业务其实是巴菲特的兴趣所在，查理最大的兴趣是储蓄与贷款业务。

查理介入互助储蓄与贷款公司业务可追溯到二十年前。互助储蓄与贷款业是一个风雨莫测的行业。这个行业经常被缺乏判断力的管理人员采取的极端行为有时甚至是犯罪行为所败坏。而监管方面常常感到人手不够，而且财力匮乏。查理在储蓄与贷款业务方面的经历与巴菲特在保险业的遭遇有着惊人的相似之处。当存贷危机开始出现的时候，很少有人愿意或能够采取规避行动来躲过这场显而易见的金融危机。而查理却有勇气走回头路，把互助储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓄与贷款公司引到一个新的方向。1979 年至 1985 年期间，由于吸引储蓄的成本较高，加上未来利率不确定，查理的互助储蓄与贷款公司没有发放新的贷款。1980 年，查理卖掉了 15 个分支机构，只保留了公司总部和一家位于总部马路对面一条购物街上的分支机构。另外，他还卖掉了 3.07 亿美元的存款帐户和相同数额并且是公司收益最高的抵押贷款。留下的是到期日最短、收益最低的抵押贷款。

总之，查理一旦看到危险信号，就会处理船舱的货物，封闭船舱，充分做好应付飓风的准备。1981 年，尽管经营利润有所降低，互助储蓄与贷款公司的股东权益与所有到期存款和承担利息的负债的比率在同行业中仍然是最高的。互助储蓄与贷款公司还有更高比例的一部分资产投在短期货币市场工具、免税债券和公用事业优先股上，这些投资在减少纳税方面创造的收入是存款与抵押贷款行业平均水平的两倍。

“巴特利斯与杰米斯”

查理与巴菲特在三十多年的交往与合作中结下了深厚的友情。巴菲特本人把他们俩称为贝克夏·哈斯维公司的“巴特利斯与杰米斯”。在贝克夏·哈斯维公司的股东年会上，他俩一起坐在奥福姆剧场舞台上的直背靠椅上回答股东的问题。几年前，查理曾嘲笑巴菲特购买协和式喷气飞机一事。查理觉得购买协和式喷气飞机过于奢侈。为此，他把巴菲特的协和式喷气飞机戏称为“越轨号”。巴菲特则反唇相讥，取笑查理对豪华旅行的理解就是乘坐带空调的客车。实际上，查理经常乘飞机旅行，但总是把座位保持在二等舱水平。由于在使用协和式喷气飞机上二人互不妥协，于是查理和巴菲特把协和式喷气飞机命名为“不妥协号”。

查理的节俭并不仅仅体现在旅行方式的选择上。例如，查理每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年撰写韦斯柯公司年度报告时，不愿意聘用注册会计师，也不使用彩色图表。他常常在年报中年复一年地使用相同的叙述性词汇，只是改变一下有关数字而已。与巴菲特不同的是，查理很早就在公司年度报告中附上了一张韦斯柯公司总部的黑白照片，而且多年来一直使用这张黑白照片。照片中的汽车还是60年代的。直到股东们嘲笑照片太古老时，查理才不得不妥协，换上了一张韦斯科公司总部的新照片，但仍然是黑白照片。查理对大家说，他从新照片中所能看出的唯一区别是公司办公楼前的树长高了。韦斯柯公司股东应该庆幸的是，这些年来，他们的投资也同样增值“长高”了。贝克夏·哈斯维公司1973年收购韦斯柯公司时，韦斯柯公司股票每股只有6美元。到1993年末，增至每股129美元。除去这些年来支付的一小部分股息外，1973年—1993年，韦斯柯公司股票年均收益率为16.6%。

1991年，肯·切斯退休，他在贝克夏·哈斯维公司董事会中留下的空缺由巴菲特的妻子苏姗接替。苏姗是贝克夏·哈斯维公司的第二大股东，如果她比巴菲特更长寿的话，她将继承巴菲特在贝克夏·哈斯维公司的股份。假如巴菲特去世了，贝克夏·哈斯维公司的股东们也不必惊慌。因为巴菲特所拥有的任何一张股票都不会出售。巴菲特曾教导苏珊，不要单纯因为一个好价钱而出售贝克夏·哈斯维公司的任何一个子公司。更为重要的是，巴菲特曾经对查理谈过，希望他将来能全权担负起管理贝克夏·哈斯维公司的重任。巴菲特曾幽默地对股东们说“只要我一死，贝克夏·哈斯维公司就会立刻增加一百万美元的收入，因为查理一定会完全不顾我想与“不妥协号”协和飞机共同下葬的愿望，第二天就会迫不及待地把它卖掉。”

在经营原则上，查理和巴菲特二人都奉行不妥协的态度。巴菲特在经营保险业务时，曾经历过投资收益低微的窘困时期，有一段时间他甚至拒绝签发保险单。而查理在面对动荡的储蓄及贷款环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境时也曾拒绝发放贷款。他们二人都具有成熟和优秀的经营管理素质，在任何经济环境下都能赚取收益。贝克夏·哈斯维公司的股东们应庆幸有这样优秀的管理搭档来管理自己的财产。

巴菲特和他的公司

想要恰如其分地描绘出巴菲特的个人形象并不是一件轻而易举的事。从外表来看，巴菲特貌不惊人，具有祖父般和蔼慈详的面容和天才般的智慧，简朴、直率、坦诚，深奥冷竣的智慧与乡巴佬般的幽默完美组合，有一种独特的魅力。他对那些内在逻辑合理的事物有着深深的敬意，对无知则极为厌恶。他喜欢简朴的处世之道和生活方式，尽量规避复杂。

任何一个人在阅读巴菲特撰写的贝克夏·哈斯维公司年度报告时，都会深切地感到他对圣经、凯恩斯等的引用非常娴熟！每份报告有六、七十页，密密麻麻写满了信息，没有照片、彩图或者表格。那些有足够的素质能把报告从第1页一口气读到尾的人得到的回报将是一剂兼具金融味道、轻松幽默、坦诚实在特点的良药。巴菲特在报告中非常坦白，他同样强调贝克夏·哈斯维公司经营的有利之处与不利之处。他认为那些拥有贝克夏·哈斯维公司股票的人都是公司的股东。因此，他总是设身处地，从股东角度思考问题。了解股东们想知道什么，然后就告诉他们什么。

巴菲特领导的贝克夏·哈斯维公司，可以说是他本人的人格、经营哲学和他那独一无二的行事风格的化身。从贝克夏·哈斯维公司可以看到了巴菲特所遵循的主要经营准则。巴菲特对企业所要求的所有品质(这些品质在以后各章将陆续谈到)也都体现在贝克夏·哈斯维公司中。我们还可以在一些不同寻常、令人耳目一新的公司经营策略中看到巴菲特的准则。慈善捐助方案和奖励方案

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这两个实例可以说明这一点。

对经理人员的奖励方式已成为公司股东和公司管理层之间的一个引起热烈争论的话题。公司高层经理人员的年薪很容易超过百万美元，除去这笔高额的年薪，上市公司的经理人员通常按事先规定价格购买公司股票的特权（即认股权），这种做法通常只与公司的年收入挂钩，但与这些经理人员的实际工作表现几乎毫无关系。

巴菲特认为，如果认股权不分良莠、不加区别地赋予公司经理人员，就意味着那些表现不佳的经理们会获得与表现卓著的经理们相同的奖励。在巴菲特看来，在一个赢得冠军的垒球队里，得分不同的击球手所获得的奖金也应该不同。

巴菲特在贝克夏·哈斯维公司内部采用了一套基于工作业绩的奖励制度。奖励与公司规模、个人年龄或者贝克夏·哈斯维公司的总体盈利水平无关。巴菲特认为，表现出色的部门和人员应该得到相应的奖励，无需理会贝克夏·哈斯维公司股票价格是上涨还是下跌。公司经理人员的奖励应根据他们在自己的责任领域内是否成功地达到了目标。在贝克夏·哈斯维公司，有些经理因为提高了销售额而受到嘉奖，有些则是因为降低了成本或缩减了不必要的资本性支出而获奖。巴菲特并不采用分送认股权的奖励制度，而是在每年年底，向每个经理人员签发支票，有些支票的数额相当大。经理人员可以按自己的意愿支配这笔现金。许多人用这笔奖金购买了贝克夏·哈斯维公司的股票，最终与公司股东共担风险。

巴菲特对经理人员的奖励是相当丰厚的。例如，1992 年，贝克夏·哈斯维公司下属保险公司的负责人迈克·金伯格获得了 260 万美元的奖金。但在保险公司经营不景气时，他的年薪只有 10 万美元。巴菲特本人的年薪和各种奖金总额也就是这个数字。毫无疑问，他的薪水比《幸福》杂志列出的美国 500 家大公司总裁要低得多。当然，巴菲特还持有 475,000 股贝克夏·哈斯维公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，但贝克夏·哈斯维公司通常不派发股息。直至今日，巴菲特是唯一自己处理税务的亿万富翁。

恐怕没有比贝克夏·哈斯维公司的慈善捐助方式更能体现巴菲特独一无二的处事之道了。这种慈善捐助方式又称为股东指定方案。即由股东按照他在贝克夏·哈斯维公司所持有股份的比例，选定贝克夏·哈斯维公司的捐赠对象。大多数公司的慈善捐助是由公司高层经理人员和董事会成员来选择捐赠受益者的。他们通常会选择自己偏爱的慈善机构，掏钱的股东反而不能参与决策。这种做法与巴菲特的准则格格不入。巴菲特不无讽刺地说："当 A 从 B 处拿了钱送给 C 时，如果 A 是税务当局，那么这个过程就叫课税；但如果 A 是公司经理或董事，则就称为慈善。"

在贝克夏·哈斯维公司，由股东们为慈善事业命名，而贝克夏·哈斯维公司则签发支票。1981 年，即实施这种慈善捐助方案的第一年，贝克夏·哈斯维公司拿出了 170 万美元捐助了 675 项慈善事业。在此后的十二年里，贝克夏·哈斯维公司共拿出了 6000 万美元捐助了成千上万项慈善事业。仅 1993 年一年，贝克夏·哈斯维公司的股东们就为 3110 项慈善事业捐赠了 940 万美元。

以上不过是测定贝克夏·哈斯维公司非凡成就的一个小小的标尺。巴菲特刚刚接掌贝克夏·哈斯维公司时，公司净资产只有 2200 万美元。29 年后，增长到 104 亿美元。巴菲特当时的目标是贝克夏·哈斯维公司净资产帐面价值以每年 15％的速度增长，这已明显高于美国公司的平均水平。从 1964 年起，贝克夏·哈斯维公司每股帐面价值从 19 美元涨到 8,854 美元。虽然贝克夏·哈斯维公司的收入也时常发生剧烈变动，因为股票市场变动导致贝克夏·哈斯维公司所持股票的市值也相应大幅度涨落（见表 1.1）。但年增长率平均高达 23.3％，大大超过了巴菲特制订的 15％的目标，并且远高于标准普尔 500 指数的增长水平。如果考虑到上述对比是在贝克夏·哈斯维公司缴纳了收入与资本所得税（即税后收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益)，而标准普尔500指数是税前收益这一实情时，贝克夏·哈斯维公司的业绩更加令人叹为观止。

贝克夏·哈斯维公司是一家综合性的控股公司，业务多元化，涉及保险和本章所介绍的那些保险之外的其它业务，还有因篇幅所限没有提到的若干小业务，例如，运用保费收入所购买的一些上市公司股份。然而，贝克夏·哈斯维公司的运作并不复杂。这其中贯彻始终的是巴菲特的商业观念，即对所有的公司，无认收购的是全部股票还是只收购部分股票，或者他自己公司，都采用相同的评价准则。尽管巴菲特辉煌的业绩有目共睹，说实在的，估量他的成就比模仿他的哲学要困难得多。

表 1.1　贝克夏·哈斯维公司业绩与 S&P500 比较

年份	年变化率(%)		
	贝克夏·哈斯维公司每股帐面值 (1)	标准·普尔500指数(包括红利) (2)	相对结果 (1)-(2)
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	年变化率(%) 贝克夏・哈斯维公司 每股帐面值 (1)	标准・普尔 500 指数(包括红利) (2)	相对结果 (1)-(2)
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6

资料来源：贝克夏・哈斯维公司 1993 年年报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

两位智者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特综合了本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪这两个传奇人物的两种不同的投资哲学。巴菲特曾说，“我是百分之十五的费雪，百分之八十五的格雷厄姆。”格雷厄姆对巴菲特的影响如此之大并不令人惊奇。巴菲特起初是格雷厄姆论著的一个入迷的读者，然后成为了他的学生、雇员和合作者，最后成了和他比肩而立的人。格雷厄姆磨炼了巴菲特，但如果认为巴菲特仅仅是格雷厄姆教育出来的奇才的话，显然忽略了另外一个金融思想巨头菲利普·费雪的影响。

巴菲特在读了费雪《普通股和不普通的利润》一书后，直接找到费雪。巴菲特回忆说：“当我见到他（费雪）时，他本人和他的思想都给我留下了深刻的印象。费雪很像格雷厄姆，没有一点架子，优雅大度，是一个非凡的人物。”尽管格雷厄姆和费雪的投资方法相异，但巴菲特认为他们两人“在投资世界里是平行的。”

本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆被认为是金融分析的开山鼻祖。之所以这样称呼，是因为“在他之前没有金融分析这种职业，在他之后人们才开始这样称呼这种职业。”格雷厄姆有两本著作最为知名。一本是和大卫·多德合著的《证券分析》，1934 年出版。那时正是 1929 年股市大崩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溃后不久，美国经济正处于极度萧条之中。大多数学者都在试图解释这一经济现象，而格雷厄姆却致力于帮助人们重建金融根基。另一本是《聪明的投资者》，1949 年出版。

格雷厄姆 1894 年 5 月 9 日出生于伦敦。在他还是婴儿的时候，父母移居纽约。格雷厄姆早期教育是在布鲁克林中学完成的。二十岁的时候，他拿到了哥伦比亚大学理学学士学位，并被选进 Phi Beta Kappa 联谊会（该联谊会成员均为男性——译者注）。格雷厄姆的希腊文和拉丁文都很流利，对数学和哲学也都很感兴趣。尽管他未受过正式的商学院教育，但他大学一毕业就进入了华尔街。起初在纽伯格-亨德森-劳伯经纪行做信息员，主要负责把债券和股票价格贴在黑板上，周薪 12 美金。后来，他升职为研究报告撰写人。之后不久，又荣升为经纪行的合伙人。1919 年，格雷厄姆还只有二十五岁，年薪却高达 60 万美元。格雷厄姆和杰瑞姆、纽曼组建了投资合伙公司。这家合伙公司三十年后雇佣了巴菲特。格雷厄姆-纽曼公司经历了 1929 年股市暴跌、经济大萧条、第二次世界大战以及朝鲜战争，最后于 1956 年解体。

从 1928 年到 1956 年，格雷厄姆在格雷厄姆-纽曼公司工作的同时，还在哥伦比亚大学金融系讲授九门课程。很少有人知道格雷厄姆曾因 1929 年股市暴跌破产过。他父亲死后，家庭失去了经济来源，格雷厄姆于是着手第二次重新敛财。置身于学术天堂的格雷厄姆有机会进行全面的反思。在哥伦比亚大学教授大卫·多德的帮助下，格雷厄姆对保守的投资方法进行了全面的论述。

《证券分析》1934 年第一次出版时，格雷厄姆和多德都已有十五年以上的投资经历。他们花费了四年时间才完成了这本书。《证券分析》一书首次出版时，《纽约时报》记者的路易丝·里奇评论该书"相当成熟，细致入微，值得称赞，是理论探讨和实践经验两者智慧的结晶。如果这种投资理念早点产生的话，投资者的思想会集中于证券本身而非证券市场"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《证券分析》第一版中，格雷厄姆和多德的大部分注意力集中在公司信息滥用问题上。在 1933 年和 1934 年的《证券法》颁布前，公司披露的信息往往容易误导投资者。大多数公司拒绝披露销售信息，资产评估质量经常是令人怀疑的。公司的错误信息既存在于股票公开发售阶段，也存在于二级市场上被人用来操纵股价。《证券法》生效后，公司信息披露改革步伐依然很缓慢。到 1951 年该书第三次出版时，有关公司信息披露的章节被删除了，取而代之的是股东与管理者的关系问题。这些问题集中在管理者的能力和红利政策上。

《证券分析》的精要之处在于：一个基于理性评估、精心选择、投向分散的普通股组合即是一个正确的投资组合。格雷厄姆在书中帮助投资者循序渐进地理解他的投资理念及方法。格雷厄姆解决的第一个问题是统一和明确"投资"定义。在此之前，投资是一个多义词。一些人把购买股票称为投机，而把购买债券称为投资；也有人认为购买安全性较高的证券如债券是投资，而购买股价低于净现值的股票的行为是投机。格雷厄姆认为，意图比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借钱去买证券并希望快速挣钱的决策不管它买的是债券还是股票都是投机。

格雷厄姆提出了自己的定义，"投资是一种通过认真分析，有指望保本并能有一个满意收益的行为。不满足这些条件的行为就叫投机。"格雷厄姆主张进行分散投资以降低风险。他把"仔细分析"解释为"基于成熟的原则和正确的逻辑对所得事实仔细研究并试图作出结论。"格雷厄姆进一步把分析描述成三个步骤：描述、评判、选择。

在描述阶段，分析者收集所有突出的事实并把它们清晰地表达出来。在评判阶段，分析者关心的是信息的质量，侧重于分析所得信息是否客观地反映了事实。在选择阶段，分析者判断所考察的证券是否具有投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资的证券来说，其本金必须有某种程度的安全性，并有满意的回报率。格雷厄姆解释说，所谓安全并非是说绝对安全，而是指在合理的条件下投资应不致于亏本。格雷厄姆不认为一个非常反常或不可能的事件会使一个安全的债券拖欠。而满意的回报不仅包括股息或利息收入而且包括价格增值。格雷厄姆特别提到“满意”是一个主观性的词，投资回报可以是任何数量，不管有多低，只要投资者做得明智，并在投资的界限内。按照格雷厄姆的定义，一个运用正确的逻辑进行金融分析，并遵循本金安全和合理回报率的原则的人即是一个投资者而不是投机者。

要不是债券市场的景况很差，格雷厄姆有关投资的定义也许会被人们忽略。1929 年到 1932 年期间，道·琼斯债券指数从 97.70跌至 65.78。像股票一样，债券不仅失去了合理的价值，而且使许多发行人破产。这使得购买债券不再被不假思索地认为是纯粹的投资了。关键在于区分股票与债券的投资与投机特性。

格雷厄姆一生都被投资和投机问题所困扰。格雷厄姆晚年很伤心。因为在他看来，机构投资者所进行的活动显然是投机性的。1973 年—1974 年纽约股市进入熊市后不久，格雷厄姆应邀参加一个由 Donaldson，Lufkin & Jenrette 公司(译注：华尔街排名第 10 位的投资银行)所组织的基金管理人会议。当格雷厄姆在会议圆桌旁坐下后，对他的同行们所认可的东西深感震惊。“我不理解，”格雷厄姆说，“机构理财是如何从正确的投资退化到试图在最短的时期里得到最可能高的收益这种激烈的竞争上去的。”

区分了投资与投机后，格雷厄姆的第二个贡献是提出了普通股投资的数量分析方法。在《证券分析》之前，几乎没人利用数量方法来选择股票。在 1929 年之前，上市公司主要是铁路行业的公司，工业和公共事业公司股票只是全部上市股票中的一小部分。银行和保险公司等投机者所钟爱的股票都未上市。这些以铁路公司为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主的上市公司都有实际的资本价值支撑，大多以接近面值的价格交易，在格雷厄姆看来，都有投资价值。

二十年代中后期，纽约股票市场进入牛市状态，股票发行量及交易量急剧增加。经济繁荣导致了进一步的投资，大多数投资投在房地产上。尽管有佛罗里达房地产公司昙花一现的繁荣（1925年）和接踵而来的一系列破产事件（1926年），商业银行和投资银行仍然继续推荐房地产公司股票。房地产投资刺激了金融和实业投资活动。这种联系推波助澜，继续煽起投资者的乐观情绪。正像格雷厄姆所指出的那样，失控的乐观会导致疯狂，而疯狂的一个主要的特征是它不能记取历史教训。

格雷厄姆指出了三种导致股市暴跌的力量。第一，交易经纪行和投资机构对股票的操纵。每天，经纪人总是添油加醋地告诉客户哪只股票开始“变动”以及一些令人兴奋的股票信息。第二，银行贷款购买股票的政策。20年代，银行往往贷款给那些焦急等待华尔街最新热点的投机者。银行贷款用于购买证券的金额从1921年的10亿美元上升到1929年的85亿美元。由于贷款是以股票市价来支撑的，当股市暴跌时，一切就像小孩用纸牌搭成的房子一样全坍塌了。《证券法》颁布后，保护了个人投资者不受经纪人欺诈，靠保证金买证券的做法也比20年代大大减少了。但有一种因素是立法难以控制的，这就是格雷厄姆认为应对股市暴跌负责的第三种力量——过度的乐观。

1929年的股市灾难并非投机试图伪装成投资，而是投资赶时髦而成了投机。格雷厄姆指出，历史性的乐观是会蔓延的。投资者往往容易受过去的繁荣所鼓舞，因而憧憬着一个持续增长与繁荣的时代，应而逐渐失去了对股票价格的感觉。格雷厄姆认为，人们对股票所支付的价格根本没考虑数学期望。在乐观的市场上，股票可以值任何价格。在这种不理智的状态下，投资与投机的界限也就模糊了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当人们感受到股市暴跌冲击的时候，股票就被贴上投机的标签。在大萧条时期，普通股投资的概念简直就是一个咒语。格雷厄姆指出，投资哲学因心理状态的变化而变化。在第二次世界大战后，人们对普通股的信心再次上升起来。格雷厄姆1949年至1951年写《证券分析》的第三版时，认识到普通股已经成为投资者资产组合中的主要部分。

在1929年股市暴跌后的二十年里，无数学者和投资分析家研究并推出了普通股投资的不同方法。格雷厄姆描述了三种方法：横截面法、预期法以及安全空间法。

横截面法相当于今天人们熟知的指数投资法。格雷厄姆认为，这种方法的实质是以广泛分散的多元化投资替代了有选择的投资。即一个投资者要买下道·琼斯工业指数所包括的三十只工业公司的等额股份，获利也和这些被选公司一致。但格雷厄姆指出，并不能肯定华尔街会取得比这一指数更好的结果。

预期法可分解为短期投资法和成长股投资法两种方法。短期投资法即是寻求最近期间(一般为六个月到一年内)内前景最好的公司。华尔街花费了很多精力预测公司的经营业绩，包括销售额、成本和收入等等公司预期能达到的指标。格雷厄姆认为，这种方法的缺点在于公司的销售和收入经常变化，并且近期业绩预期很容易贴现到股票价格上。但关键而又最基本的问题在于投资价值不在于一家公司这个月或下个月能挣多少，也不在于下个季度的销售额，而在于公司长期内能给投资者多少回报。基于短期数据的决策经常是肤浅和短视的。由于华尔街重点强调变化与交易量，短期投资法因而成了主要方法。

成长股，简而言之，就是销售额和收入增长率高于行业平均水平的股票。格雷厄姆采用国民投资者公司的定义说明，处于成长期的公司即是收入从一个周期过渡到另一个周期的公司。按格雷厄姆解释，采用成长股投资法的困难主要在于投资者判别成长型公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的能力以及确定现在的股票价格中已经包含了多少该公司增长潜力的贴现。每个公司都有一个所谓的利润生命周期。在早期发展阶段，公司的收入加速增长并开始实现利润；在快速扩张阶段，销售收入继续增长，经营利润和税后利润陡然猛增；当公司进入成熟增长阶段后，收入和利润都开始下降；在最后阶段，即衰退下降阶段，收入下滑，经营利润和税后利润也都明显持续下降。格雷厄姆认为，采用成长股投资法的投资者面临两难问题。如果他们选择了一家处于快速扩张期的公司，他们可能会发现该公司的成长是短暂的。因为该公司经受考验的时间不长，公司的利润可能会很快耗尽。另一方面，处于成熟增长期的公司也许处在一个成熟增长的后期，很快就会进入衰退下降阶段。识别公司处在其生命周期的何种阶段这一问题多年来一直困扰着金融分析者。

假定投资者已经准确地找到了一家处于增长阶段的公司，那么投资者应付多少钱去购买该公司的股票呢？显然，如果大家都知道这家公司处于成长繁荣期，那么它的股票价格就会上升到比较高的位置。但如何判断目前的股票价格是否太高呢？答案很难确定。即使能精确确定，投资也会马上面临一个新的风险——公司增长可能会比预期要慢。如果发生这种情况，投资者支付价格的就太高了，随后该公司股票价格也可能会马上下跌。

格雷厄姆进一步指出，如果分析家对某公司的未来增长持乐观态度，并进一步考虑将该公司股票添加到投资组合中去。那么，有两种买入技巧：一种是在整个股票市场低迷时买入；另一种是在整个股票市场并不低迷，但该公司股票市价低于其内在价值时买入。格雷厄姆认为，这两种购买技巧都有一种体现于股票价格上的“安全空间。”

仅在市场低迷时买入证券会导致一些困难。首先，容易诱导投资者挖空心思去研究用于预测股票价格高低的模型或公式。这类投资者实际上成了预测市场走势这种极不确定事件的人质。其次，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当市场对股票公平估价时，投资者便难以从购买普通股中获利。并且，在购买股票前等待市场进入低迷期以及购买后等待市场进入牛市的整个过程可能相当漫长而令人乏味，甚至到头来空喜一场，一无所获。

格雷厄姆建议投资者的精力最好用来判识单个证券是否被低估而不要去理会整个市场的价格水平。格雷厄姆承认，为使这种策略有效，投资者需要掌握判识股票是否被低估的方法或技巧。在三十年代和四十年代，这种集中关注于购买被低估的证券而不管市场总体水平的想法是一种革新的思想。格雷厄姆著书立说的目的就是力图描述这种策略。

格雷厄姆把正确投资的概念缩减为他称之为"安全空间"的箴言。也可以称为收益的安全差额。这句箴言试图用单一的方法来统一所有的证券(股票和债券)的投资方法。例如，如果一个分析家在考察一家公司的经营历史时发现，在过去五年里，公司平均每年能获得五倍于固定费用的收入。按格雷厄姆的理论，投资该公司债券的收益就有了一个安全的空间。格雷厄姆并不指望投资者去精确地确定公司未来的收入。他认为，只要收入和固定费用之间的差距足够大，投资者在公司收入意外下降时就可以得到保护。

建立一个有关债券投资收益的安全空间概念并不难。真正的考验在于格雷厄姆能否将其运用到普通股投资上。格雷厄姆认为，如果股票价格低于其内在价值，那么投资普通股就存在收益的安全空间。显然，实际应用这个概念时，需要掌握确定公司内在价值的技术。格雷厄姆关于内在价值的定义在《证券分析》一书中描述为"被事实所确定的价值。"这些事实包括公司的资产、收入、红利以及任何未来确定的预期收益。格雷厄姆承认在决定公司内在价值中最重要的因素是公司未来收益的能力。简单地来说，一个公司的内在价值可用公司的利润乘以一个适当的资本化率因子来估计。这个因子或乘数受公司利润的稳定性、资产、红利政策和财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状况等因素制约。

格雷厄姆认为，内在价值方法受分析家对公司未来经济情况不精确的计算所限制。格雷厄姆担心，分析家的结果可能被大量的潜在因素所轻易否定。由于销售额、定价和费用均难以预测，使内在价值方法的应用更加复杂。但格雷厄姆并未因此而气馁，他建议安全空间的概念可以在三个领域得到成功应用。首先，对于像债券和优先股这种具有稳定收益的证券很有效。其次，可用来作比较分析。最后，如果公司股票市价与其内在价值的差距足够大，那么，安全空间的概念就可以用来选择股票。

格雷厄姆告诫读者，必须意识到内在价值是一个难懂的概念，它区别于市场价格。起初，内在价值被认为等同于公司总资产减去负债，即净资产值。这种看法导致人们认为内在价值是可以确定的。然而，分析家们逐渐认识到公司的内在价值不仅是净资产价值，而且还包括这些资产所能产生的利润。格雷厄姆认为，没有必要确定公司内在价值的精确值，只需估算一个大致范围。为了确定安全空间，分析者只需简单地估计一个比市价明显高或明显低的大概值。

格雷厄姆指出，金融分析并非一门精确的科学。对某些数量因素，包括资产负债状况、损益状况和红利等可以进行仔细分析。但质量因素则难以分析，但这些不易分析的质量因素恰恰是分析公司内在价值的必要成份。人们通常提到的两种不易分析的质量因素为“管理能力”和“公司性质”。

格雷厄姆对把分析重点放在质量因素上深感不安。格雷厄姆认为，管理观念及公司性质不易测量，对难以测量的因素强行测量很可能导致较大的测量及内在价值估算误差和失真。格雷厄姆并不否认质量因素的重要性。但他认为，当投资者过份强调这些难以捉摸的因素时，潜在的失望也就会相应增加。对质量因素的乐观情绪经常反映为一个较高的市盈率。格雷厄姆的经历使他相信，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的注意力从有形资产转向诸如管理能力和公司业务性质这类无形资产的话，他们将倾向于购买潜在风险较高的证券。

格雷厄姆强调，投资者必须搞清楚自己的理论根据。如果你买资产，那么其下跌的下限是这些资产的流动清算价值。格雷厄姆认为，在计划完成之前没有人能够保证乐观的增长。如果一家公司被认为富有吸引力、拥有出色的管理、预计未来有较高的收益。“于是他们（投资者）会争先恐后地购买这只股票，这样他们就会开出高价，市盈率也随之上升。当越来越多的投资者热爱这家公司时，该公司的股票价格就会逐渐背离其基本价值，从而创造了一个不断扩大的美丽气泡，直到它最终破裂为止。”

格雷厄姆认为，如果公司内在价值中最大的一部分取决于管理质量、业务性质以及乐观的增长计划的话，则投资该公司就没有安全空间。相反，如果公司内在价值的较大部分是由可测量的数量因素支撑的，则投资者的下跌空间就会有一个下限。固定资产、红利、当前及历史利润均可测量，这些因素都能用数字表示，因而他们可成为内在价值实际估算时的推断基础。

格雷厄姆认为，记忆力好是他的一项负担。正是一生中两次损失重大的记忆导致他强调下跌保护而不是上升潜力的投资方法。格雷厄姆常提及两个投资原则。第一条原则是不要失败，第二条原则是不要忘记第一条原则。这种“不要失败”的哲学使格雷厄姆同时坚持安全空间的两种选股方法。第一种方法是以不超过公司净资产三分之二的价格购买股票，第二种方法是购买市盈率低的股票。以不超过净资产三分之二的价格购买股票既符合格雷厄姆对现实的感觉，又满足了他对某种数学期望值的需要。如果股票价格低于每股净资产值，格雷厄姆认为投资该股票就存在收益的安全空间。格雷厄姆认为这是一种错不了的投资方法。他又着重强调这个结论是基于一组股票而不是基于单只股票。这种股票在熊市的底部非常普遍，在牛市期间则很稀少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等到市场进入调整期才去投资的认识可能是不合理的。于是格雷厄姆着手设计第二种购买股票的方法。他集中于那些价格正在下跌、市盈率低的股票。格雷厄姆在其整个投资生涯中对这种方法做了几次修订。直到他去世前不久，还在和西德尼·科特一起修订《证券分析》的第五版。格雷厄姆分析了十年中市盈率低、股价只有前期最高价一半的股票的财务结果，发现其理论得到满意的印证。

格雷厄姆认为，以不超过净资产价值三分之二的价格购买股票或购买市盈率低的股票的投资方法可以经常应用。但格雷厄姆基于这些方法所选的股票都很不适合市场当时的口味。某些宏观和微观因素导致市场对这些股票的定价低于其价值。格雷厄姆强烈地感到这些股票的价格“低得不公平”，是极富吸引力的购买对象。

格雷厄姆的信念来源于某些假定。首先，他认为市场经常给股票错误定价，这些错误定价经常来源于人们恐惧或贪梦的情绪。在高度乐观时，贪婪促使股票价格高过其内在价值，从而形成一个过高估价的市场。在过度悲观时，恐惧又导致股票价格低于其内在价值，从而形成一个低估的市场。第二个假定基于“向平均值调整”的统计现象。尽管格雷厄姆没有使用这个术语，但他曾引用过霍勒斯的话，“现在下跌的股票多数都会上升，现在上升的股票多数都会下降。”不管如何表达，格雷厄姆都认为投资者可以在一个缺乏效率的市场中，利用市场力量的调整来获利。

菲利普·费雪

在格雷厄姆撰写《证券分析》一书时，菲利普·费雪刚刚开始涉足投资顾问领域。费雪从斯坦福大学工商管理学院毕业后，在旧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金山市盎格鲁·伦敦-巴黎国民银行任分析家。不到两年，便坐上了银行统计部门的第一把交椅。费雪正是从这个位置目睹了1929年的股市暴跌。费雪后来跳槽到当地的一家经纪行，工作了一段时间后，便决定开办自己的投资顾问公司。1931年3月1日，费雪的公司开始招揽顾客。30年代初期，正值股市和经济萧条之际，在这个时候开设投资顾问公司似乎不太明智。然而，费雪惊奇的发现他具有两个有利条件。首先，在股市猛跌后还有钱的投资者，可能对他现在的经纪人不满意。其次，大萧条中，商人大都有足够的时间坐下来和费雪交谈。在斯坦福念书的时候，有一门商业课要求学生和教授定期去访问旧金山地区的公司。教授和公司经理们进行一系列有关他们公司的讨论。在开车回斯坦福的途中，费雪和他的教授就他们所访问的公司和经理们谈个没完。费雪回忆说："每周的这个时间都进行这种训练。"正是这些经历使他相信可以通过下列方式获得超额利润：(1) 对获利能力在平均潜力以上的公司投资；(2) 和最有能力的管理者合作。为了分离出这些特别的公司，费雪开发了一个通过公司特征和管理特征评价公司的"点系统"。

最吸引费雪的公司特征是公司的销售额和利润增长能力一直高于行业平均水平。费雪认为符合这一特征的公司应该拥有"市场潜力大、并且至少在几年里可以使销售额大幅增长的产品或服务。"费雪不太看重公司一两年内的销售额年度增长率，而是从多年的经营状况来判别公司的成功。他意识到商业周期的变化对销售额和利润有实际的影响。费雪看好那些长期以来增长率一直高出平均水平的公司。按照费雪的说法，增长率预期能达到高于平均水平的公司有两种类型，一种是"走运和有能力的"公司，另一种为"因有能力而走运"的公司。

费雪举例说，美州铝业公司是一家"走运和有能力"的公司的例子。说该公司能干是因为公司的开办人极有能力。美州铝业公司的管理者预料到了他们产品的商业价值，于是积极扩大铝的生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产能力、增加销售额。该公司也很“走运”。因为超出管理者直接控制之外的事情对公司及其市场产生了积极的影响。航空运输的快速发展极大地增加了铝的销售量。由于航空工业的发展，使该公司获得了远远超出管理者所预计的利润。

费雪认为，杜邦是一家“由于能干而走运”的公司。如果杜邦停留在生产最初的产品——炸药粉末，那么杜邦公司就只能算一个典型的矿业公司了。但由于杜邦公司的管理者吸取了生产火药的经验和教训，于是能不断开发和生产新产品，比如尼龙、玻璃纸和纽赛特(2-甲基丙烯酸)等等。这些产品形成了新的市场，为杜邦公司带来了数十亿美元的销售收入。

费雪指出，公司努力做好研究和开发，可以使公司的销售增长高于平均水平。如果没有开展研究与开发，美州铝业公司和杜邦公司显然不会获得长期成功。即使是非技术性的公司也需要认真做好研究开发，以便生产出更好的产品和提供更有效率的服务。

除了研究与开发外，费雪还考察公司的销售组织。费雪认为，即使一个公司有能力开发杰出的产品和服务，但如果没有“很好地推销”，研究和开发的努力也绝不会转化成收入。销售组织的责任就在于帮助顾客理解公司产品及服务的好处。同时，销售组织也应当摸清顾客的癖好，跟踪顾客需求的变化。销售组织是联系市场和研究开发部门的关键纽带。

费雪进一步指出，仅仅看市场潜力是不够的。即使一家公司销售增长高于平均水平，但如果利润没有相应增长，最终也不是适当的投资对象。因此，费雪也审查公司的利润率，以及它维持和提高利润的努力程度，其中最根本的是公司的成本分析和会计监督等。

费雪认为，投资于收入仅敷支出的公司决不可能获得上乘的投资回报。这些公司在扩张时期能产生足够多的利润，但在经济困难时期他们的利润就会迅速下降。鉴于这个原因，费雪寻求的公司不仅其产品和服务的成本低，而且致力于维持其低成本。一个保本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点低或相应利润率高的公司能很好地经受住不景气的经济环境的考验。最终，它能赶走弱小的竞争者，同时又加强自己的市场地位。一个公司除非分解它的经营成本，并理解制造过程中每个环节的成本，否则它是不能维持盈利能力的。为了做到这一点，公司必须实行严格的会计监督和成本分析。费雪指出，这些成本信息有助于公司把资源分配到最具潜力的产品或服务上去。而且，会计监督可以帮助公司找出营运中潜伏的隐患。这些隐患或低效就是影响公司整个盈利能力的早期预警信号。

费雪还从另外一个方面考察公司的盈利能力，即看该公司未来在不要求股权融资的情况下的增长能力。费雪认为，如果一家公司只能靠发股票来增长，那么股份的增长会抵销股东从公司增长中所获的收益。利润率高的公司最好能在内部产生资金，这些资金能用来维持增长，但又不会出现稀释股东权益这种由股权融资造成的情形。

费雪认为，优秀的公司不仅拥有高于平均水平的盈利特征，而且同样重要的是，公司的经理层都有高于平均水平的管理能力。这些经理一定会在公司当前的产品和服务大部分被利用后，继续开发新的产品和服务以刺激销售增长。费雪指出，许多公司现存的系列产品和服务都有充分的增长前景，因而可以维护公司多年的生存，但几乎没有一家公司的现行政策能确保二十年的持续增长。费雪认为，“管理人员必须有一个可行的政策。必须使短期利益服从长远利益。”他解释说，使短期利益居于服从地位并不是牺牲短期利益。优秀的管理人员有能力在管理公司日常事务的同时执行公司的长远计划。

费雪还考察公司的管理人员是否正直和诚实，经理人员是像股东的受托人那样尽职工作，还是只关心自己的利益？费雪认为，考察管理人员意图的一个方法是看管理人员如何与他的股东交流。所有的公司，不管好坏，都会经历一个无法预料的困难时期。通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常，公司景气时，管理者什么都说，但当公司不景气时，管理者是开诚布公地讲出困难呢，还是保持沉默？费雪指出，从管理人员如何对待公司困难可以看出很多东西。

费雪又指出，为使公司成功，管理人员还必须处理好和雇员之间的工作关系。雇员应当从内心里感觉到他们的公司是一个工作的好地方，蓝领雇员应能感到他们受到礼待，经理人员应感到提升是基于能力而不是基于上司的喜爱。费雪同时也关心管理层是否具有一定的深度。总经理是否有一个有才能的工作小组？他是否能分出一部分权力交给公司的某些管理部门？

最后，费雪注意考察公司的独到之处，即公司之所以区别同业中其它公司的业务或管理特点。在这方面的考察研究中，费雪试图找到一条能使他理解一家公司之所以比它的竞争者出色的线索。费雪认为，仅仅阅读公司的财务报告是不足以判断投资好坏的。谨慎投资必要的一步是去从熟悉公司的人那里了解尽可能多的情况。费雪被公认为经常试图找出所有的有关公司经营信息的人。他把这种随机调查的结果叫做“闲话”。今天我们可能称之为小道消息。费雪宣称，如果处理得当，“闲话”能提供使投资者判识出色投资的线索。

费雪的“闲话”调查思想促使他去拜访顾客和零售商。他既寻访公司的正式雇员，也询问公司顾问。费雪还不断接触大学的研究人员、国家公务员以及商会的管理者。他还去访问公司的竞争者。尽管公司经理人员有时候不愿透露太多有关他们公司的信息。但费雪指出，他们决不隐瞒对竞争对手的看法。“很奇怪，”费雪说，“每一家公司优缺点的精确描述都能从与其相关的公司那里获悉。”

大多数投资者不愿花费费雪所要求的时间和精力去研究一个公司。形成和发展一个“闲话”网络以及安排访问都很耗时间，对每个公司都重复这个“闲话”过程肯定令人精疲力竭。费雪通过减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考察的公司数目来减轻工作负担，按照费雪的说法，他宁愿投资几个出色的公司，而不愿投资一大堆平庸的公司。他的股票投资组合包括的公司通常不超过 10 个，而且往往 3 到 4 个公司就代表了他股票投资组合的百分之七十五。

费雪深信，为了成功，投资者只需做好几件事。其中包括只在投资者能力范围之内进行投资。费雪曾总结他早期的错误在于“认为技巧能超越经历。我在我仔细研究过的行业及公司范围外投资，对这些行业及公司，我并没有相应的背景知识，这样就陷入一个完全陌生的境地。”

比　　较

格雷厄姆和费雪显然是不同的。格雷厄姆属数量分析家，重点强调了那些可以测量的因素：固定资产、当前利润以及红利等。格雷厄姆的研究范围仅限于公司档案和年度报告，而且也不去拜访公司顾客、竞争者或经理人员。他的兴趣仅在于能够形成易被普通投资者所接受的安全投资获利方法。为了减小风险，格雷厄姆建议投资者对他们的资产组合彻底多元化。

费雪的投资方法可视为格雷厄姆的对立物。费雪属质量分析家，重点强调他认为可以增加公司内在价值的因素：发展前景及管理能力。相对于格雷厄姆仅对购买便宜的股票感兴趣，费雪购买那些有能力增加其长期内在价值的股票。费雪工作时间冗长，包括作深入访问，以便发现能改善他选择过程的点滴信息。最后，和格雷厄姆不同的是，费雪偏向于投资组合集中化而不是多元化，即投资组合仅包括几种股票。

巴菲特相信这两种不同的教义“在投资世界里是并行的。”他的投资方法综合了费雪所坚持的公司业务及管理的质量方法和格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷厄姆所信奉的理解价格和价值的数量方法。

合 成

1976年，格雷厄姆去世后不久，巴菲特继承了格雷厄姆的价值投资法。实际上，巴菲特的名字成了价值投资的同义词。这样称他并不为过，因为他是格雷厄姆倾心栽培的学生中最有名的一个，并且巴菲特本人也时常寻找机会偿还他欠格雷厄姆的知识债。那么，巴菲特又是如何使自己对格雷厄姆传授知识的感激和投资美国运通公司(1964年)、大都会/美国广播公司(1986年)、可口可乐公司(1988年)以及威尔斯·法高银行股票(1990年)的决策保持一致呢？因为在购买这些股票时，巴菲特并没有采取格雷厄姆的投资评估方法。

在早期的投资活动中，巴菲特对格雷厄姆的投资策略和分析方法虔诚之至。通过寻找以低于净资产的价格出售的公司，巴菲特买入了一家无烟煤公司、一家街区铁路公司以及一个风车制造公司的股票。但巴菲特很快意识到，按照格雷厄姆严格的数量界限去购买的这些股票根本无利可图。在格雷厄姆-纽曼公司工作期间，巴菲特所做的研究促使他更深入地挖掘公司的财务报告，以便理解是什么原因导致了公司股价的下跌。巴菲特发现，他廉价买入的几只满足格雷厄姆检验准则的股票之所以廉价，是因为这些公司的基本业务正在遭受损失。

早在1965年，巴菲特就意识到格雷厄姆购买廉价股票的策略并不奏效。按照巴菲特的说法，用格雷厄姆的价值方法所购买的股票价格如此之低，以致于这些公司的经营只要“打个嗝”，投资者就会卖掉它。巴菲特把这种投资策略称为“烟屁股”方法。一个投资者走在大街上时，看见地上有一个烟屁股，便捡起来吸上最后一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口。尽管这样吸烟很糟糕，但它的价格却使这最后一口怎么说也还算值得。巴菲特认为，为使格雷厄姆的策略长期有效，必须有人扮演清算人的角色。

按照巴菲特的解释，假如你用 800 万美元买下了市场价值为 1,000 万美元的公司，如果以当时的市场价格出售，那么你将获取厚利。但是，如果公司的经营经济状况很差，并且你在十年后才出售，那么你的收益就可能在平均水平以下。巴菲特认识到，"时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人。"除非你能帮助清算这个效益很差的公司并从公司的市场价值和购买价格的差价中获利，否则你的收益将和这家业绩很差的公司一样悲惨。

巴菲特吸取了早期投资失败的教训，开始偏离格雷厄姆的严格教诲。"我进化了"，他承认，但是"我并不是简单地从猿过渡到人，或从人退化到猿。"对比公司的数量特征，他开始欣赏公司的质量特征了。但他仍然在寻找廉价货色。巴菲特坦言，"我的教训来自于我在邓普斯特面粉加工厂、三流杂货店以及新英格兰纺织品制造商那里所受的折磨。"

巴菲特引用了凯恩斯的话来解释他的困境："困难不在于产生新观念而在于背离老观念。"巴菲特承认，格雷厄姆教给他的投资哲学及方法对他太有价值了，反而推迟了他的进化。甚至在今天，巴菲特继续信奉格雷厄姆的基本观点——安全空间。"即使在读到这个理论的四十二年后，我仍然认为安全空间这四个字是正确的。"巴菲特从格雷厄姆那儿学到的最有价值的思想是：当公司股票的市场价值明显低于其内在价值时，购买这类股票就是成功的投资。1984 年，巴菲特在哥伦比亚大学纪念《证券分析》一书出版十五周年的集会上发表演讲时指出，有相当一部分成功的投资者承认他们共同的投资知识来源于本·格雷厄姆。格雷厄姆提出了安全空间的概念和理论，而格雷厄姆的每一个信奉者在具体应用他的理论时，都发展了一套不同的方法来确定公司的内在价值。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同的主旨都是寻找公司股票的内在价值与市场价格之间的差异。对巴菲特最近的投资感到迷惑的人没有把理论和方法区分开。巴菲特确实信奉格雷厄姆的安全空间理论，但他已经摒弃了格雷厄姆的投资分析方法。按照巴菲特的说法，直接应用格雷厄姆的方法易于赚钱的黄金时期是1973年—1974年。

早在1969年，巴菲特就开始研究费雪的文章。但使巴菲特转向费雪思维方式的关键人还是查理·门格。查理从某种意义上说是费雪的质量理论的化身，查理特别欣赏经营良好、价格合理的公司。希斯糖果公司和《布法罗新闻报》都是价格合理而又经营良好的实际例子。查理向巴菲特传授了选购好公司的智慧。

本·格雷厄姆——来自东海岸的学者，代表了低风险的数量分析投资方法。而费雪——创业于西海岸的企业家，则代表了较高风险的质量分析投资方法。有趣的是，巴菲特住所正好处于两个海岸的中间——内布拉斯加，他综合了格雷厄姆的数量分析方法和费雪的质量分析方法。

从费雪那里，巴菲特认识到公司的业务类型、管理能力对公司价值起很大作用。因此，公司管理人员的特性也需要好好研究。费雪建议，为了全面了解一家公司，投资者必须调查公司的方方面面以及它的竞争对手。从费雪那里，巴菲特深知“闲话”的价值。经过多年努力，巴菲特创立了一个广泛的接触网络。借助这个网络，巴菲特能够对各种不同类型的公司进行评价。

最后，费雪教导巴菲特不要过份强调多元化。费雪认为，投资者被多元化误导了，他们相信把钱放在几个篮子里能降低风险。但购买太多股票的害处是不可能去观察所有篮子中的所有鸡蛋。投资者得冒花太少精力在他们熟悉的公司上而花太多精力在他们陌生的公司上的风险。按费雪的说法，买入大量对其业务不甚了解的公司的股票所承受的风险要比投资了解深刻的有限多元化更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆不考虑公司的业务特征，也不考虑公司的管理能力。他的调查研究仅限于公司档案和年度报告。如果仅由于股票市价低于公司资产帐面值而出现数学意义上赚钱的可能性时，格雷厄姆就会买下该公司的股票，不管它的经营管理状况。为了提高投资成功率，格雷厄姆选择大量购买、广泛分散的投资策略，这个做法和费雪正好对立。如果格雷厄姆的教导仅限于这些方面的话，巴菲特是不可能重视他的投资哲学的。对巴菲特来说，格雷厄姆的安全空间理论是如此重要，以致于格雷厄姆方法的所有缺点都可忽略不计。

除了成为巴菲特思维框架的安全空间理论外，格雷厄姆还帮助巴菲特认识到了跟踪股市波动的愚蠢性。格雷厄姆曾教导巴菲特说，股票既有投资特征也有投机特征。安全空间有助于解释股票的投资特征。股票的投机特征是人们恐惧和贪婪的结果。这些存在于大多数投资者中的情绪往往导致股价过份偏离股票的内在价值。如果能绝缘于股市的情绪旋风之外，就有机会利用那些基于感情而不基于逻辑分析的投资者的非理性行为。巴菲特从格雷厄姆那里学会了如何独立思考。如果你基于正确的判断得出了一个合乎逻辑的结论，那么，不要仅仅因为别人不同意而轻易放弃。“别人不同意你，并不能说明你对或错，”格雷厄姆写道，“你之所以正确，是因为你的数据和推理正确。”

巴菲特同时倾心于格雷厄姆和费雪是容易理解的，格雷厄姆给了巴菲特有关投资的思考基准——安全空间，并且帮助巴菲特学会了控制情绪以便从市场波动中获利。费雪则教给了巴菲特实际可行的选股方法，使巴菲特能够判别出好的长期投资。当人们认识到巴菲特的投资行为是格雷厄姆和费雪投资哲学的合成时，围绕巴菲特投资行为的困惑也就容易解释了。

“仅有好的智力是不够的，”德斯卡特斯写道，“关键在于很好地应用智力。”正是智力应用这个环节把巴菲特与其他投资管理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区分开来了。巴菲特同辈中的许多人都很有才华，严谨认真，富有献身精神，巴菲特之所以能超越他们完全是因为他令人仰视的战略执行能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

市场先生与旅鼠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特1956年开始投资合伙人生涯时，他父亲认为当时道·琼斯指数200点的水平偏高，因此劝告他在购买股票前要先等待。巴菲特后来回忆说，如果当时他听了父亲的话，当年起家的100美元也将是他今天的全部财富。相反，尽管当时市场条件很一般，他还是开始运作投资合伙基金。巴菲特很早就明晰了购买单只股票与跟随市场走势进行投机的区别。购买公司股票需要专门的会计与数学技能，而掌握市场波动则需要投资者控制他们的情绪。巴菲特在其投资生涯中，一直能够使自己置身于股票市场的情绪冲动之外。

股票市场

在股票市场上，情绪的力量往往比理性的力量更为强大，贪婪与恐惧往往促使股价或高或低于公司股票的内在价值。因此，投资者的感情比公司的基本情况对股票价格有更强大的冲击力。巴菲特指出，当人们贪婪或惊恐时，常常会以愚蠢的价格购买或出售股票。巴菲特很早就认识到他所持股票的长期价值取决于企业的经济运行，而不是每天的市场行情。他指出，从长期看，普通股股价与企业的基本经济价值表现出极为显著的相关关系。如果企业的经济价值一天天增加，企业股票的价格也会得到同样的回报。另一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，如果企业蹒跚不前，股价也会对此作出反应。当然，巴菲特承认，在短期内，股价会处于高于或低于企业内在价值的地位，这主要是由于投资者的情绪而非企业经营状况所致。

投资者的特性

本·格雷厄姆告诉巴菲特，投资者与投机者最基本的区别在于他们对股票估价的态度。格雷厄姆指出，投机者往往企图预测股票价格变动并希望从中套利。相反，投资者却是寻求在合理的价位购买公司股票。格雷厄姆还告诉巴菲特，成功的投资者往往是那些个性稳定的人，投资者最大的敌人不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。格雷厄姆讲述了一个他称之为"市场先生"的比喻，以此来帮助他的学生认识预测股票市场波动的愚蠢所在。巴菲特在贝克夏·哈斯维公司 1987 年的年报中，向他的股东重复了格雷厄姆的这个比喻。

为了理解股价的非理性之处，不妨假想你与"市场先生"是一家非上市公司的两个合伙人，若不出意外的话，"市场先生"每天会报出一个价格，他愿以此价格来购买你的股份或将他的股份卖给你。尽管你们合伙的企业经济特性和经营状况稳定，但"市场先生"的情绪和报价却非如此。由于"市场先生"的情绪是不稳定的，有些日子"市场先生"会因情绪高涨而只看到未来光明的一面，在这些天中，他会给你们的合伙企业股份报出非常高的价格。而在另外一些时间里，"市场先生"可能会非常沮丧，看不到除了未来的麻烦以外的任何东西，此时，他会给你们的合伙企业股份报出非常低的价格。

格雷厄姆说，"市场先生"还有另外一个惹人喜爱的特点，他从不介意被人冷落。如果他今天的报价被你忽略了，"市场先生"明天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还会报出一个新的价格。格雷厄姆告诫他的学生，有用的是“市场先生”的皮夹子，而不是他的智慧。如果“市场先生”的表现很愚蠢，你就可以轻易地忽视或利用他，但如果你在他的影响下摔倒，就会出现灾难性的结果。

巴菲特提醒他的股东，要想投资成功，就必须对企业具有良好的判断并使自己免受“市场先生”控制的情绪旋风之害，巴菲特自己常把格雷厄姆的比喻牢记在心中，以便使自己摆脱市场情绪的感染和左右。

预　测

格雷厄姆说：“一个人离华尔街越远，对所谓股票市场预测与选择买卖时机的主张也就会越发怀疑。”因为奥马哈与纽约有一个较为适宜的距离，巴菲特对市场预测毫不相信也就不足为奇了。巴菲特不去预测短期的市场动向，也不相信任何其他人能够预测。他长期以来一直认为“股票预测的唯一价值是使财富的统计数字好看一些。”

1992 年，巴菲特作出了与众不同的预测，他认为在整个 90 年代标准普尔 500 种股票不大可能表现出像 80 年代那样收益超出平均水平的情形。巴菲特的这个预言与所谓预测毫不相干。80 年代，权益资本收益率的增加的确略微超过了历史趋势。这一增加应归功于较低的公司税与财务杠杆的戏剧性增加。经营利润和资产周转率（基本价值更真实的指标）在这一时期没有很大变化。当然，正如 80 年代所发生的一样，股票市场可能会长期高估或低估股票的内在价值。但股票不可能无限期地背离企业的基本情况。

巴菲特的购买决策从不受市场总体水平的影响，即使在较高的市场价格条件下，很多人望而却步时，他仍然一如既往地购买他认为有吸引力的公司的股票。1979 年，巴菲特发表了一篇题为“你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股市上为兴高采烈的舆论支付了一个非常高的价格"的文章，当时，道·琼斯工业指数正以略低于帐面价值的价格交易，权益资本收益率平均为13%，债券利率在9%～10%之间波动。但大多数养老基金的管理人更多地购买债券而非股票。把这种情况与投资者在1972年的态度相比较，当时道·琼斯工业指数的权益资本收益率为11%，而这些公司的股票以帐面值的168%进行交易，但在此期间，养老基金管理人更倾向卖出债券以购买股票。

1972年与1979年的差别在哪里呢？巴菲特提出的一个可能的解释是：1979年，证券组合经理们觉得，只要近期的未来不确定，那么最好避免持有股票。巴菲特指出，这种心理状态必须明白以下事实：(1)"未来从来都不是确定的。"(2)"你为兴高采列的舆论付出了过高的价格。"

巴菲特不去预计在什么时间里市场行情会上升或下降。他的目标是适度的。他曾开玩笑说："我们只不过简单地尝试在别人贪婪时沮丧，而在别人沮丧时贪婪。"当然，正如巴菲特所指出的那样，投票不能代替思考。为赚取超额利润，投资者必须小心地估计公司的经济基本面情况。采纳最新的投资策略和潮流并不能保证成功。

证券组合保险

80年代，机构证券组合投资管理人被一种叫做"证券组合保险"的投资战略所引诱。在这种投资战略下，证券组合不断在风险与无风险资产之间进行平衡，以便使证券投资组合的价值不会跌到一个预定的最低水平之下。当证券组合的价值减小时，资金就由风险资产(股票)转移至无风险资产(债券或现金)。反之，当证券组合的价值增加时，资金就从无风险资产移至风险资产。由于在单个证券间转移数百万美元比较麻烦，证券组合管理人就以股票指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货作为对证券组合价值进行保险的手段。

巴菲特担心天真的投资者会被引诱购买期货合约以期获得更高的收益。因为期货合约很低的保证金会邀请赌徒来寻求快速的利润。巴菲特指出这种短期心态是促使小额股票、纸牌赌博和彩票从不缺乏参与者的原因。为了保证资本市场的总体健康，巴菲特认为所需要是那些寻找长期前景并相应进行投资的长期投资者。

为了使人们理解证券组合保险策略的荒谬。巴菲特请他的读者考虑一个土地股东的这样一种理论。这个土地股东在买了一个农场后，只要等相邻的农场以更低价格出售就指示他的地产经纪卖光他所有地产。同时，巴菲特还让读者考虑一个拥有通用电气公司或福特汽车公司股票的养老基金，是否会仅仅因为最新交易价有所下降而合乎逻辑地卖出一定比例的股票，或只是因为股价在上升而买进一些股票呢？

人们通常认为个人与大的机构投资者竞争时，处于不利的地位。巴菲特认为这种观点是错误的。由于机构投资者的行为往往不稳定和不合逻辑，个人只要坚持考虑简单的企业基本面情况就能轻易地获取收益。按照巴菲特的说法，个人只有在迫不得已的时机卖出股票时才处于不利地位。巴菲特强调投资者必须为市场的变动作好财务与心理上的准备，必须料到普通股的价格是会波动的。如果你想投资股票市场，那么你必须具备眼见你所持有的股票价格跌了一半而不惊慌失措的能力。

特立独行

巴菲特已经赢得了作为一个老练精明的投资者的声望。这是因为他往往在几乎整个华尔街仇恨或者漠视一个好企业的时候却购买它的股票。巴菲特 80 年代购买通用食品公司和可口可乐公司股票时，整个华尔街对此嗤之以鼻，很少有人认为购买这些公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票有何令人激动之处。通用食品公司当时被华尔街视为一个墨守成规的公司。可口可乐公司虽然安全稳健，但对机构投资者毫无吸引力。在巴菲特购买通用食品公司的股票后，由于物价的回落引起成本降低和消费增加，公司的盈利激。菲利普·莫里斯公司1985年收购通用食品公司时，巴菲特所持有的通用食品公司股票已经增值了三倍。而自贝克夏·哈斯维公司1988年—1989年购买可口可乐公司股票以来，可口可乐公司的股价上涨了四倍。

在其它的案例中，巴菲特也表现出即使在金融恐慌期间，也不怕作出重大购买决策的胆识。巴菲特在1973年—1974年纽约股市处于大熊市的低谷时期购买了华盛顿邮报公司的股票，在政府雇员保险公司处于破产边缘时购买了该公司的股票，甚至在华盛顿公用电力系统公司拖欠大量债务时还买进该公司大量的债券头寸。当垃圾债券市场开始"自由下落"时，他却在1989年底购买了RJR纳比斯柯公司大量的高收益债券。巴菲特认为，"造成证券低价最普遍的原因是悲观主义，有时是弥漫全部的，有时又仅局限于一家公司或一个行业。我们希望在这样的环境下投资，不是因为我们喜欢悲观主义，而是我们喜欢由此而产生的价格，乐观主义是理性投资者的敌人。"

市场的真实价值

巴菲特发现，投资者通常不喜欢他们最好的利益所在的市场，偏偏喜欢那些总是使他们处于不利地位的市场。投资者往往不愿持有那些价格下跌时股票而却热心于那些价格一直上涨的股票。巴菲特认为这种心态和行为极不理智。显然，在低价卖出而高价买入是不会盈利的。巴菲特购买威尔斯·法高公司的股票时，股价已从它的最高点下降了50%。尽管巴菲特在高价时购买了一些这家公司的股票，他仍然欢迎股价下跌，因为这意味着他可以以更加便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宜的价格买入。按照巴菲特的观点，如果你想一生中不断购买股票，你就会欢迎股价下跌，并将其视之为一种为你的证券组合廉价地增加股票的好方法。如果一个投资者一生中在买入股票时期遇上大熊市而在卖出股票时遇上大牛市的话，他的获利将非常可观。巴菲特指出，投资者永远不会在食品价格这个问题上感到困惑。因为谁都知道必须永远购买食物，因此，投资者与普通人一样，喜欢价格降低而仇视价格上涨。巴菲特认为，只要你对你所持股的公司感觉良好，你就应该同样地欢迎较低的价格，这是一种有利可图地增加持股的方式。

巴菲特自信地认为，即使市场会暂时忽视一个公司的经济基本面情况，但最终它仍会接受公司的良好财富。对那些不做财务分析工作、并把市场视作最后仲裁人的投资者而言，这种观点听起来是不舒服的，但这正是他们为什么在股市上盈利困难的原因。巴菲特能消除有关股票价格与价值确定的困难，因为他无视股市是最后仲裁者的流行观点。"当我考虑股票买卖时，股市是不存在的。从股市上仅仅是看一看是否有人愿意干蠢事"。巴菲特认为，他不会因股票市场价格的短期波动而变得富一些或穷一点，因为他的持股期很长。尽管大多数人不能忍受由股价下跌带来的不舒服，巴菲特却能沉着冷静。因为他自信他在股票估价方面能比市场做得更好。巴菲特认为，如果你不能做到这一点，你就不属于这种游戏。这正像玩扑克一样，如果你玩了半天游戏而不知道谁是傻瓜，你就是真正的傻瓜。

巴菲特一直认为格雷厄姆有关股市的箴言是正确的。股票市场不是向导，而仅仅为你提供了权益买卖的场所。几年来，巴菲特持有希斯糖果公司和《布法罗新闻报》的股票却并不考虑每天的市场行情。巴菲特虽独立于股市之外，这些企业仍然经营得很好。为什么可口可乐公司、华盛顿邮报公司、政府雇员保险公司和大都会/美国广播公司之间必须有差别呢？毫无疑问的是巴菲特非常了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他所持股的这些公司的经营情况，正如他了解自己控股的公司的经营情况一样。巴菲特将注意力集中在企业的销售额、盈利、经营利润和这些公司需要的追加投资方面。巴菲特指出，股票行情并不重要，即便股票市场关闭十年他也毫不在意，因为股市每周六、周日关闭并未使他觉得有何不便之处。

经　济

正如巴菲特对预测股票市场走势与买卖时机缺乏信心一样，他也不认为有任何资料能用于判断宏观经济形势。他说："如果联储主席把他未来两年内的货币政策悄悄地告诉我，也不会改变我所做的任何事。"巴菲特和查理·门格都不关注失业数字、利率和汇率，也不让政治因素干扰他们的投资决策过程。巴菲特说，即使预先知道政治选举的结果，也不会改变他的投资看法。巴菲特认为，宏观经济就像跑道上的赛马一样，有些时候跑得快而有些时候则跑得慢。巴菲特和门格更乐意将兴趣集中在企业的基本情况上。不过，巴菲特非常关注通货膨胀，因为通货膨胀会影响企业的收益水平。

通货膨胀

巴菲特始终认为通货膨胀是一个政治现象而不是经济现象。因为迄今为止，仍然没有对政府花费进行严格限制。钞票的不断印刷推动通货膨胀越来越高。巴菲特承认他不能确知高通货膨胀会在什么时候出现，但他认为赤字开支不可避免会导致通货膨胀。巴菲特对预算赤字的恐惧程度小于对贸易逆差的恐惧。因为美国的经济实力强大，巴菲特相信国家能处理好预算赤字。但巴菲特非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担忧贸易逆差。可以说贸易逆差是形成他对通货膨胀“偏见”的一个不可缺少的因素。

80年代，美国人消费了超过美国自身生产的产品。巴菲特说：“换句话说，我们不仅消费了美国生产的产品，我们的胃口还消化了外国的商品。在交换这些商品时，我们发行了各式各样的提单，包括美国政府债券、公司债券和美国银行存款。这些给外国人的提单，一直在以惊人的速度增长。由于我们是一个富国，这些贸易逆差在一段时间内还不会引人注意，但最终这些提单会交换我们的财产(高尔夫球场和旅馆)和我们的生产设施。”

巴菲特很清楚，一个国家处理贸易逆差最简单的方法是通过国内高通货膨胀来减少这些提单的价值。但巴菲特认为，外国投资者对美国偿还未来提单能力的信任被误导了。当外国人持有的提单达到一个不可处理的水平时，通货膨胀的诱惑就不可抵御了。对一个债务国而言，通货膨胀是氢弹级的经济手段。基于这个原因，极少的债务国被允许以本币偿付债务，但因为美国经济的完整性，外国人愿意购买我们的债务。但如果我们用通货膨胀来逃避对外国的债务，那么因此而蒙受损失的将不仅仅是外国债权人。

巴菲特指出，预算赤字和贸易赤字等外部因素对通货膨胀的影响“将会成为你在贝克夏·哈斯维公司投资是否具有真实收益的最重要的因素”。高通货膨胀加重了公司对股东收益的负担。为使投资者获得真正的收益，公司必须获得比投资者的痛苦指数更高的资本收益率。痛苦指数指的是纳税(红利收入税和资本所得税)与通货膨胀的总和。

巴菲特认为，所得税从来不会将公司正的收益变为股东的负收益。如果通货膨胀率为0的话，既使税率是90%，仍会有股东收益。但是，正如巴菲特在70年代末所目睹那样，随着通货膨胀上升，公司必须为股东提供一个更高的权益资本收益率。对于资产收益率达到20%的公司(巴菲特认为这个成绩很少能达到)来说，处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在12%的通货膨胀率下，只能给股东留下极少的东西。当税率为50%时，一个资产收益率为20%、并且全部收入用于分红的公司的实际净收益率只有10%。在12%的通货膨胀率下，股东只能获得仅仅为年初98%的购买力。当税率为32%，若通货膨胀率为8%，则净资产收益率为12%的公司对股东的回报便降为零。

传统观念多年来一直认为，股票是与通货膨胀相对冲的工具。投资者也往往相信，公司自然会把通货膨胀的代价转嫁给消费者，从而保护公司股东的投资价值。巴菲持不同意这种观点。他认为，通货膨胀并不能保证公司获得更高的权益资本收益率。通常有五种方法能使公司增加权益资本收益率：

1. 增加资产周转率(销售额与总资产的比率)，
2. 增加经营利润，
3. 减少纳税，
4. 增加财务杠杆比率(即提高负债率)，
5. 使用更便宜的财务杠杆(即利率更低的债务)。

在第一个方案中，通过对应收帐款、存货和固定资产(厂房与设备)三种资产进行分析，巴菲特注意到：应收帐款通常与销售收入同比例增长，无论这种增长是单位数量或是通货膨胀的结果。因此，巴菲特认为，从这个角度看，我们不能改善权益资本收益率。但存货并非如此简单。增加销售收入相应会增加存货周转率。短期内，存货会由于许多因素而变化无常。这些因素包括供应关系的瓦解和采购成本的变化，那些使用后进先出法核算存货的公司在通货膨胀时期能改善权益资本收益率。但巴菲特认为，通货膨胀从1975年开始持续上升，但在1975年以前的十年内，《幸福》杂志500家大公司的存货周转率也仅从1.18%上升至1.29%。通货膨胀还有增加资产周转率的趋势，因为销售收入增加比资产耗费更快。但是，如果这些资产被置换，资产周转率就会下降，直到通货膨胀的上升与销售收入及固定资产价值上升一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数经理认定总有增加经营利润的可能，相应能增加权益资本收益率。巴菲特指出，通货膨胀对经理们控制成本的帮助极小。公司面对的非利息、非税收成本是原材料、能源和劳动力成本。在通货膨胀期间，这些成本是通常逐渐上升的。从统计角度，巴菲特引用联邦贸易委员会的报告指出，大多数制造业公司在 60 年代取得了 8.6%的税前销售利润率，到正处于通货膨胀上升时期的 1975 年，这个比率是 8%，呈现出通货膨胀上升，经营利润率下降的格局。

当考虑较低的收入税时，巴菲特提请人们设想投资者拥有 D 类股票，而 A、B、C 类股票被联邦、州和地方政府拥有并代表他们各自的独立税收权。虽然 A、B、C 股的股东不拥有公司的资产，但他们确实占有公司收益的很大份额。巴菲特指出，A、B、C 类股票的股东可以投票决定增加他们在公司收入中的份额。但 A、B、C 股东这样做的时候，D 股股东的收入就减少了，权益资本收益率相应下降。在通货膨胀上升时期，你能设想 A、B、C 类股东会减少他们在公司收入中的份额吗？

公司可以通过增加财务杠杆或购买更便宜的财务杠杆（较低的债务利率）来增加权益资本收益率。然而，巴菲特指出，通货膨胀不会导致借款利率下降。相反，当通货膨胀增加时，资本需要升值，迫使借款人提高利率。另外，当通货膨胀上升时，由于借款人对未来不信任，需要将他们的借款利率予以上浮，既使利率实质上不增加，以利率略高的贷款替代到期的低利率贷款也会增加公司的财务费用。

具有讽刺意义的是，那些能够偿还债务的公司往往只有很少的贷款需求，而那些拼命挣扎以求保持盈利的公司总是站在银行窗口面前。那些因为通货膨胀而预计有更高的资本需求的公司不得不大举借债。在公司运行速度减慢和资本需求增加的情况下，公司因持续经营而需要在资本市场寻求更多的资金，或者，在更戏剧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的情况下，削减红利。如果管理得当，增加财务杠杆能增加权益资本收益率。然而，正如巴菲特所指出的那样，在通货膨胀上升时期，更高的财务杠杆带来的好处会被更高的利率所抵消。

巴菲特考察了战后权益资本收益的历史记录，并且由此总结出收益水平波动非常小。在考察第二次世界大战后每隔十年的情况时，巴菲持注意到道·琼斯工业指数对应的公司在1945年—1955年的十年间，权益资本收益率平均为12.8%；1945年—1965年期间，每十年的权益资本收益率平均为10.1%；1945年—1970年期间，每十年的权益资本收益率平均为10.7%。而《幸福》杂志列出的500家最大公司中，1945年—1965年期间，每十年的权益资本收益率平均为11.2%；1945年—1955年期间，每十年的权益资本收益率平均为11%；在1945年—1975年的三十年期间，大多数美国公司的权益资本收益率在10%～12%之间。权益资本收益率的历史记录显示出与通货膨胀率的上升与下降毫无关系。至此，巴菲特令人信服地证实了高通胀对公司谋求更高的权益资本收益率毫无帮助。

巴菲特深知不能从通货膨胀中获利，转而寻找其它方法以避开那些会被通货膨胀伤害的公司。巴菲特认为，需要大量的固定资产来维持经营的企业往往会受到通货膨胀的伤害；需要较少的固定资产的企业也会受到通货膨胀的伤害，但伤害的程度要小得多；经济商誉高的企业受到的伤害最小。

经济商誉

经济商誉与我们熟悉的会计商誉不同。会计商誉是资产负债表中的一个科目，是资产帐面价值的一部分。经济商誉则是一个内含更深广但很难精确定义的项目，它对公司的内在价值具有重要的贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特指出，经济商誉的首要特征是那些权益资本收益率超过平均水平的企业的资产实际价值要大于其帐面价值。例如，1972年，蓝齿票据公司出价2500万美元购买了希斯糖果公司。当时，希斯糖果公司的资产帐面价值为800万美元，且没有负债，每年能获得200万美元的税后利润，是资产帐面价值的25%。巴菲特认为，这一高收益并不是希斯糖果公司帐面上的厂房、设备等资产所带来的，而是希斯糖果公司作为一个好的糖果供应商的声誉所创造的。由于声望好，希斯糖果公司可以以远高于产品成本的价格定价，这就是经济商誉的本质。只要这个好声望继续保持，就会持续产生高收益。而经济商誉也会保持稳定，甚至可能增加。

根据公认会计准则，会计上的商誉必须在一定期限内以摊销方式最终消除，因此，会计商誉不但会不增加，反而会减少。当一家公司被以高于净资产帐面值(总资产帐面价值减负债)的价格收购时，超出净资产帐面值的部分称为为商誉，被分配到资产负债表中的资产方。与其它资产一样，这部分商誉经过50年的摊销，每年会有1/50的商誉减少并冲减当年收益。既然蓝齿票据公司以超出希斯糖果公司净资产帐面价值1700万美元的溢价收购了希斯糖果公司，一个商誉科目就建立在蓝齿票据公司资产负债表的资产方。每年，这个商誉的1/50，即425,000美元，从资产负债表中摊销并冲减当年收益。经过若干年后，希斯糖果公司的会计商誉减少了，但只要希斯糖果公司的良好声望持续存在，其经济商誉会继续增值。

经济商誉的存在不仅使权益资本收益率超过平均水平，而且经济商誉本身的价值也往往随通货膨胀的上升而上涨。理解经济商誉的这一特性是理解巴菲特投资战略的基础。为说明其中道理，巴菲特将希斯糖果公司与一家假想为比斯的公司进行比较。希斯公司在800万美元的资产帐面价值基础上每年盈利200万美元，巴菲特让我们假想比斯公司每年也能赚取200万美元，但需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1800 万美元的资产。假设比斯公司也没有债务，则其权益资本收益率为 11%，属于平均水平，因此，比斯公司的经济商誉可能很少甚至没有。比斯公司以 1800 万的市场价格出售，这正是其资产的帐面价值。记住，收购那些资本收益率高于平均水平的公司时，经常要支付高于其净资产帐面值的收购价。巴菲特花了 2500 万美元购买希斯糖果公司，超出比斯公司资产帐面值 700 万美元。尽管两家公司的年收入相同，但希斯糖果公司的资产帐面价值只有比斯公司的一半。巴菲特让我们考虑一下，帐面资产少的希斯糖果公司的市场价值是否大于比斯公司？答案显然是肯定的。巴菲特指出，只要你相信我们生活在一个通货膨胀的世界上，这个答案就是肯定的。

为了评价通货膨胀对这两家公司的影响，设想如果通货膨胀使资产帐面价值增加一倍，为保持相同的权益资本收益率水平，两家公司都需要将税后收入增至 400 万美元。这并不困难。你可以通过价格倍增来获得这一利润目标。希斯糖果公司与比斯公司的关键区别在于通货膨胀对资产价值的影响。通货膨胀可以允许这两家公司都涨价，但同时也需要增加资本支出。巴菲特指出，如果销售量增加一倍，则需要在存货上进行更多的投资来支持这一销售水平。尽管固定资产对通货膨胀的反应也许会比存货慢，但厂房与设备最终要被成本更高的厂房和设备所替代。

既然希斯糖果公司只用 800 万美元的资产就获取了 200 万美元的收入。为使收入达到 400 万美元，只需要增加 800 万美元的资产。而比斯公司却需要增加 1800 万美元的资产方能赚取另外的 200 万美元收入。比斯公司现在投入运营的资产为 3600 万美元，获得 400 万美元的收入，资本收率益仍为 11%。比斯公司应该以差不多 3600 万美元的价格出售。此时，比斯公司股东的每一美元投资创造了一美元的市场价值。希斯公司则用 1600 万美元的资产赚取了 400 万美元的收入，市场价值应为 5000 万美元。巴菲特提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，希斯糖果公司仅用800万美元的投资就创造了2500万美元的市场价值，换言之，每一美元投资所赚取的市场价值超过三美元。

资产周转率慢的公司通常只能获得较低的资本收益率。这些公司需要增加资本再投资才能保持盈利水平。在高通货膨胀时期，这些资产庞大的公司几乎很难获得足够的现金来满足资本支出增加、回购股票以及显著地提高红利水平的需要。从本质上说，需要大量资本支出的公司是现金的耗用者，而非现金的产生者。

巴菲特坚信，在通货膨胀时期，只有很少量的企业能聚集大量财富，因为这些企业能将它们的经济商誉与最小的追加资本投资需求结合起来。当收入增加时，这些企业的管理层可以增加红利并回购股票。巴菲特认为，"在通货膨胀期间，经济商誉是不断施惠的礼物。"由于巴菲特曾蒙受过不良企业带来的危害，因此，他对那些收益率很低的公司非常敏感。正是对希斯糖果公司的投资经验使巴菲特深切地认识到经济商誉的价值。巴菲特说，"在希斯糖果公司身上所学到的投资经验使我们在其它一些普通股上大获厚利。"

证券组合管理

从传统意义上看，巴菲特并没有采用证券组合投资策略。当代采用证券组合投资策略的基金管理人对自己的证券组合中每只股票的权重、行业分布和与主要指数相关的表现等都了如指掌。大多数基金经理人试图使投在每只股票上的金额保持平衡。他们也非常清楚他们投资在多种行业上的金额，包括原材料、资本物品、日用消费品、金融、技术、能源、公用事业和运输等行业。采用证券组合投资策略的基金管理人很少不知道他们的资产与标准普尔500种股票指数或道·琼斯工业指数的相关表现。巴菲特也知道所有这些统计数字，但他从不浪费精力去关心这些事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在贝克夏·哈斯维公司1971年的年报中，巴菲特解释了他是如何看待证券组合管理的。如果他被限制仅能选择基地在奥马哈的公司，他首先会弄清楚各个公司的长期特性；其次判断它们的管理质量；最后，他尝试以合适的价格购买最好的几家公司的股票。巴菲特说他没有兴趣去购买城里所有公司的股票。即使他现在实际能选择的公司范围不仅仅是奥马哈，但为什么要改变行为方式呢？

1971年，养老基金经理们卖掉债券、购买股票。巴菲特承认有很多很有吸引力的公司股票可以投资，但价格合适的公司股票却不多。贝克夏·哈斯维公司1971年的普通股组合总价值1170万美元。三年后，在1974年的熊市中，虽然股价是想象不到的便宜，养老基金经理们却仅仅将他们基金的21%投资于股票。巴菲特则反其道而行之，增加了贝克夏·哈斯维公司的普通股份额。到1975年，贝克夏·哈斯维公司的普通股组合价值3900万美元，到1978年底，贝克夏·哈斯维公司的普通股组合市值22000万美元，包括未实现的8700万美元的盈利。在这三年中，尽管道·琼斯工业指数从852点下跌至805点，贝克夏·哈斯维公司却从其普通股上获得11200万美元收益。

华盛顿邮报公司是贝克夏·哈斯维公司第一个重点投资对象。1973年，巴菲特在该公司股票上投资了1000万美元，到1977年，他的投资已经翻了三倍。巴菲特同时也投资广告代理公司与广播电视公司。70年代末，巴菲特同时持有大都会公司和美国广播公司的股票。1986年，贝克夏·哈斯维公司帮助大都会公司筹集资金收购美国广播公司。

1978年，巴菲特在某财产灾害保险公司的股票上投资2380万美元。据巴菲特说，它是全美经营得最好的财产与灾害保险公司，甚至比贝克夏·哈斯维公司自己的财产与灾害保险公司经营得还好。该保险公司的股票加上贝克夏·哈斯维公司在政府雇员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司的投资合在一起，共占贝克夏·哈斯维公司普通股组合的 29%。广告、广播和印刷公司的股票则占 37%，贝克夏·哈斯维公司近三分之二的投资仅仅集中在保险与传媒两个行业。

1980 年，贝克夏·哈斯维公司持有 18 只市值超过 500 万美元的公司的股票。除了广告、广播、保险和印刷公司的股份外，巴菲特还拥有一家银行(底特律国民银行)、一家食品公司(通用食品)、三家矿业公司(美国铝业公司、凯瑟铝业与化学公司、克里夫兰制铁公司)、一家零售公司、一家服务业公司和一家烟草公司的股份。这可能是巴菲特最为分散化的投资组合。

迄今为止，巴菲特还未投资于过高技术型公司。尽管巴菲特与比尔·盖茨是忘年之交，但巴菲特从未投资微软公司的股票。原因在于，他没有充分理解这些高技术型公司的业务和经营，从而难以判断投资价值。另外，他也没有过投资公用事业公司的股票，因为他从来不看好一个价格、利润受到管制的行业。巴菲特曾一度投资过石油公司的股票。例如，1979 年投资阿莫拉达赫斯石油公司，1984 年投资埃克森石油公司。巴菲特也曾购买过某些股票用于套利(见第 6 章)。巴菲特把套利作为一种与持有现金及现金等价物那样能增加收益的方法。

1986 年，贝克夏·哈斯维公司投资了五只普通股：大都会/美国广播公司、政府雇员保险公司、华盛顿邮报公司、汉迪·哈曼公司和利·西格勒公司。利·西格勒只是一个套利头寸，而汉迪·哈曼是一家金银制品公司，在贝克夏·哈斯维公司 19 亿美元的股票投资组合中仅占 2.4%。巴菲特的三个主要头寸——大都会/美国广播公司、政府雇员保险公司和华盛顿邮报公司的股票总价值 17 亿美元，占贝克夏·哈斯维公司普通股组合的 93%。那年，巴菲特找不到另外任何一家公司能满足他关于好企业的标准。

在 1987 年 10 月的纽约股市崩溃中，股价瞬间就下降到有吸引力的价位。但在股价再次上涨之前，巴菲特在贝克夏·哈斯维公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的普通股组合中没有增加任何重大的头寸。1987年年底，贝克夏·哈斯维公司普通股组合的投资总额首次超过了20亿美元。有趣的是，巴菲特现在仅仅持有3家公司的股票。其中，在大都会/美国广播公司的投资为10亿美元，在政府雇员保险公司投资了7.5亿美元，而在华盛顿邮报公司投资了3.03亿美元。没有其它任何一个专业的基金管理人会把20亿美元的资本仅仅投在三家公司的股票上。

1988年，巴菲特悄悄地购买了1400多万股可口可乐公司股票，这是自1986年投资大都会/美国广播公司以来第一桩大规模的投资。年底，贝克夏·哈斯维公司在可口可乐公司股票上的投资达到了5.92亿美元。第二年，巴菲特又增购了9,177.5万股，使贝克夏·哈斯维公司在可口可乐公司股票上的投资超过了10亿美元。1989年底，贝克夏·哈斯维公司投在可口可乐公司股票上潜在的盈利高达7.8亿美元。

1989年—1993年期间，贝克夏·哈斯维公司普通股组合中的公司数量有所增加。1993年末拥有9家公司。市值最高的是可口可乐公司股票(41亿美元)，在贝克夏·哈斯维公司股票投资组合中占37%；第二大头寸是政府雇员保险公司，市值17亿美元；接下去是吉列公司14亿美元；大都会/美国广播公司12亿美元；威尔斯·法高银行8.78亿美元；联邦住房贷款抵押公司6.81亿美元；华盛顿邮报公司4.4亿美元；通用动力公司4.01亿美元。最大的4个头寸占贝克夏·哈斯维公司股票投资组合的76%。华盛顿邮报公司曾是巴菲特最大的头寸，此时在股票组合中仅占3.9%。贝克夏·哈斯维公司股票投资组合中的52%投在耐用消费品行业，29%为金融业，15%为日用消费品，4%为资本品。附录中的表A.1～A.17列出了历年投资组合的变化情况。

巴菲特从亲身经历中体会到，好的企业往往使投资者容易作出投资决策，而困难的企业则让投资者难以决策。如果购买一家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司股票的决定很难作出，他就不会购买。巴菲特说“不”的意愿来自他和格雷厄姆在一起供事时的直接经验。巴菲特一直记得向格雷厄姆推荐股票有多么困难，可以说纯粹是白白耗费时间。巴菲特回忆说，格雷厄姆从不轻易购买任何一只股票，除非这只股票所有的特性都被他认可。这种说“不”的能力对投资者而言是一个非凡的优点。

巴菲特在贝克夏·哈斯维公司投资组合的成功，主要应归功于他的不活跃。大多数投资者很难拒绝不断购买股票的诱惑。巴菲特说，他在纽约工作时，“人们总是不断地来到他面前，悄悄告诉他那些公司值得投资。”巴菲特认为，与其到处搜寻并急切购进许多只股票，不如耐心等待一家业绩出众的股票。每天考虑证券组合是不明智的，购买和持有出众的公司股票比不断从那些不那么优秀的公司中选来选去要来得更容易一些。巴菲特自认为他不是那种能不断买卖那些依赖未来市场价格变化的二流公司股票的天才，他更擅长买卖那些依赖公司基本经济情况的股票。他可以在一年内不买入或卖出他重点持有的任何一种股票。他解释说：“近乎懒散的倦怠，构成了我们的投资风格的基石。”

巴菲特认为，如果投资者集中定位于几个特定的公司股票，而不是频繁地从一只平庸的公司股票跳到另一只平庸的公司股票，他们的投资业绩会更好些。他认为他的成功实际上可以归结为几个主要的投资行动。在他的职业生涯中，如果去掉一打他认为最好的决策的话，那么他的投资业绩就不会超过平均水平。在巴菲特看来，“一个投资者必须在设想他一生中的决策卡片仅能打二十个孔的前提下行动。每当他作出一个新的投资决策，他一生中能做的决策就少了一个。”如果投资者的投资决策受到这样的限制，巴菲特认定他们就会耐心等待，直到出现一个很好的投资机会。

由于资本收益税的缘故，巴菲特认定他的集中购买并中长期持有的战略与强调短线操作的投资方式相比更具有财务上的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。为解释这一点，他让我们设想如果我们购买了一个1美元但每年价格会加倍的投资。如果我们第一年末卖掉这份投资，我们会有0.66平均的净收益(假定我们处于34%的税率区间)；如果投资每年持续加倍，而我们持续卖出，支付税款，进行再投资，二十年后我们将会获得25,200美元的收益，支付税金13,000美元。如果换一种方法，我们购买1美元同样每年价格加倍的投资，但直到二十年末才卖出，我们将会获得692,000美元的收入，支付税金约356,000美元。

巴菲特从实践中认识到，那些管理良好的企业往往价格不菲。当他碰到一个良好的企业以吸引人的价格出售时，他就会买进一个很大的头寸。他的购买决策不被悲观的经济预测或萧条的股市预测所阻挡。如果他自信一笔投资是值得的，他就会大量购买。巴菲特的投资理智在贝克夏·哈斯维公司1991年报中有更深层次的解释。在年报中，巴菲特引用了凯恩斯写给斯科特的信中的话“随着时间的推移，我越来越确信所谓投资的正确方法，就是大量购买那些你认为你了解它的情况和管理水平，并让你感到信任的公司的股票，那种认为一个人可以通过过度分散投资于那些他知之甚少和没有特殊的理由给予特殊信任的公司的股票就可以限制投资风险的观点是错误的。一个人的知识与经验无疑是有限的，任何时候，我个人充分信任的公司从来没有超过两到三家。”

巴菲特关于限制投资组合中股票种类数量的观点还可以在菲利普·费雪的著作中找到。费雪与凯恩斯一样，也认为过多的股票种类会增加组合的风险，一个投资组合经理被迫分析和操作大量股票，而且冒着投很多钱在很差的投资、而在有投机价值的投资上缺乏资金的风险。贝克夏·哈斯维公司的投资高度集中于少数公司的策略不适合大多数保险公司。巴菲特的集中投资策略有可能产生超过平均水平的长期收益。当然，在任一给定的年份中，他可能被认为非常智慧或蠢笨，这要取决于股市的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特明显不关心他所持股票对应指数的相关表现。他通过公司经营上的表现来判断他的普通股投资是否成功，而不是以短期(每日、每周、每月、每年)暂时的市场行情为依据。在长期投资生涯中，他相信如果他投资的公司经营业绩是出众的，股票市场一定会在某种程度上给该公司股票定一个高价。

通观收益

正如巴菲特不注意股市价格变动一样，他也不看重根据一般会计准则所报告的盈利。尽管按照一般会计准则所报告的盈利会造成股东对贝克夏·哈斯维公司报表的错误理解，但巴菲特并没有因此而失眠。

按照一般会计准则，报告盈利水平有三种方法。投资者应采用哪一种收益报告方法取决于拥有投票权股票的百分比。(1) 如果你拥有某公司有投票权的股票超过该公司总股份的 50%，会计准则允许你合并该公司所有的收入和费用，并以少数股东权益来扣除那些你未拥有的收入的百分比；(2) 如果你拥有某公司有投票权的股票在该公司总股份中的份额介于 20%～50%之间，则认为你有能力影响该公司的经营决策。由于这项能力，你必须采用权益法按照你在该公司的持股份额比例计算投资收益，而不是合并该公司的全部收入；(3) 如果你在公司拥有的股份少于该公司总股份的 20%，你只能按照你在该公司的持股份额比例所计算的股票现金红利(如果有的话)作为你的投资收入，该公司未分配的利润和留存收益不包括在你自己的损益表中。贝克夏·哈斯维公司持股的所有收益都是按第三种方式处理的。

会计规则对贝克夏·哈斯维公司的盈利报告有重大影响。贝克夏·哈斯维公司在所投资的普通股上应得的未分配利润几乎等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于贝克夏·哈斯维公司下属子公司的合并收入。例如，1990 年，贝克夏·哈斯维公司持有大都会/美国广播公司 18％的股份。那年，大都会/美国广播公司赚了 46500 万美元，按照持股份额，贝克夏·哈斯维公司应分享其中的 8300 万美元，但按照会计准则，贝克夏·哈斯维公司只能报告大都会/美国广播公司当年派发的现金红利的 18％，即 530，000 美元，不能报告仍留在大都会/美国广播公司中作为留存收益的 8200 多万美元。

这种会计限制不会被大多数的公司经理所接受。他们对报告他们的全部收益感到满意。巴菲特的作法恰恰相反，与最大化报告收益毫无关系。贝克夏·哈斯维公司没有控制权的公司的基本经济情况是优秀的，而且巴菲特能以与获得整个公司相比更为合理的价格获得公司的部分所有权。他宁愿以 1X 美元的价格持有一家管理良好的公司 10％的股份，而不愿以 2X 美元的价格拥有这个公司的全部股份。如果考虑一个等值的投资，巴菲特宁愿持有 2 美元未报告收益的公司股票而不愿购买 1 美元已报告收益的公司股票。贝克夏·哈斯维公司的价值并不是由它能否报告所持股公司的留存收益决定的，而在于所投资的这些公司的留存收益是如何进行再投资以及再投资会形成多少未来收益。如何报告收益不如如何使用收益重要。巴菲特的观点是“我们不关心听众是否能听见一棵树倒下，我们只是关心谁拥有这棵树以及将用它来干些什么。”

为帮助股东评价贝克夏·哈斯维公司的普通股未报告收益的价值，巴菲特创造出了“通观收益”这个概念。贝克夏·哈斯维公司的通观收益由(1) 合并企业的经营收益，(2) 按权益法计算的普通股投资的留存收益，(3) 以及留存收益实际分配时对贝克夏·哈斯维公司应付税金给予的税收补贴等三部分组成。巴菲特每年画出一张表来帮助股东理解通观收益对贝克夏·哈斯维公司的贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 贝克夏·哈斯维公司的通观收益

贝克夏·哈斯维公司主要投资对象	贝克夏·哈斯维公司持股份额(年末)			贝克夏·哈斯维公司留存在该公司的未分配经营收益(百万美元)		
	1991	1993	1992	1991	1993	1992
大都会/美国广播公司	13.0%	18.2%	18.1%	$ 83[b]	$ 70	$ 61
可口可乐公司	7.2%	7.1%	7.0%	94	82	69
联邦住房贷款抵押公司	6.8%[a]	8.2%[a]	3.4%[a]	41[b]	29[b]	15
政府雇员保险公司	48.4%	48.1%	48.2%	76[c]	34[c]	69[c]
通用动力公司	13.9%	14.1%	—	25	11[b]	—
吉列公司	10.9%	10.9%	11.0%	44	38	23[b]
吉尼斯公司	1.9%	2.0%	1.6%	8	7	—
华盛顿邮报公司	14.8%	14.6%	14.6%	15	11	10
威尔斯·法高银行	12.2%	11.5%	9.6%	53[b]	16[b]	(17)[b]
贝克夏·哈斯维公司在上述公司内留存的未分配收益：				$ 439	$ 298	$ 230
未分配收益税：				(61)	(42)	(30)
贝克夏·哈斯维公司经营收益：				478	348	316
通观收益合计：				$ 856	$ 604	$ 516

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1992、1993 年年报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991年(见表3.1),贝克夏·哈斯维公司从其投资的公司(那些贝克夏·哈斯维公司持有普通股的公司)那里应得的留存收益为23000万美元,扣除如果这些收益被分配后的应纳税金,未报告的留存收益为2亿美元。如果你将这笔未公布的2亿美元留存收益加到贝克夏·哈斯维公司1991年3.16亿美元的经营收入中,则贝克夏·哈斯维公司1991年总的通观收益为5.16亿美元。巴菲特指出,贝克夏·哈斯维公司1991年收入的44%是“冰山”收入——仅仅一部分露在水面上。1993年(见表3.1),贝克夏·哈斯维公司从所投资的公司应取得的留存收益为4.39亿美元,税后未报告的收益高达3.78亿美元。贝克夏·哈斯维公司1993年的全部通观收入则为8.56亿美元。

巴菲特的长期投资战略使贝克夏·哈斯维公司的内在价值平均每年递增15%,如果通观收益年递增15%,贝克夏·哈斯维公司的收益也会以相同速度增长。实际上,巴菲特计算出自1965年以来,贝克夏·哈斯维公司的通观收益及帐面值收益的年均增长率都达到了23%。

旅　　鼠

旅鼠是苔原地区固有的啮齿类动物,以集体向海洋迁移而闻名。正常时期,旅鼠在春天进行迁移以寻求食物与新的栖息地。但每隔三年或四年,就会发生一些奇怪的事情。由于繁殖率高与死亡率低,旅鼠的数量开始急剧增加,并在黑暗中进行无序的移动。白天,旅鼠成群地移动。遇到障碍时,旅鼠群会因数量不断剧增而产生一种惊慌失措的反应,促使它们穿越障碍。当这种行为加强时,旅鼠便开始向那些平常会主动避开的动物挑战。尽管许多旅鼠在迁移旅途中死于饥饿、被捕食等各种事故,大多数仍能到达海边。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，它们跳入海中并一直游到筋疲力尽直至死亡为止。人们至今未能弄明白旅鼠的行为机理。动物学家猜想旅鼠的集体迁移可能是由于他们的食物供应不足或者更严酷的环境导致拥挤和生存竞争，从而引发荷尔蒙的变化并使其行为发生变化。

由于金融市场总是像摩托车运动一样戏剧性地变化，投资专家长期以来对人类行为的生物特性饶有兴趣。本・格雷厄姆讲了一个故事来说明一些投资者不理智的行为。巴菲特在贝克夏・哈斯维公司 1985 年的年报中介绍了这个故事：一个石油勘探者，正在向他的天堂走去，但圣・彼得对他说，“你有资格住进来，但为石油职员保留的大院已经满员了，没办法把你挤进去。”这位勘探者想了一会后，请求对大院里的居住者说句话。这对圣・彼得来说似乎没什么坏处，于是，圣・彼得同意了勘探者的请求。这位勘探者拢起嘴大声喊道，“在地狱里发现石油了！”大院的门很快就打开了，里面的石油职员蜂拥而出。圣・彼得非常惊讶，于是请这位勘探者进入大院并要他自己照顾自己，勘探者迟疑了一下说：“不，我认为我应跟着那些人，这个谣言中可能会有一些真实的东西。”

巴菲特感到非常迷惑的是，有那么多受过良好教育、经验丰富的职业投资家在华尔街工作，但证券市场上却没有因此而形成更多逻辑和理智的力量。实际上，机构投资者持有的股票往往价格波动最剧烈。企业经理不能决定股价，他们只能希望通过公布公司的信息来鼓励投资者理智地行动。巴菲特注意到股价的剧烈波动与机构投资者类似于旅鼠的行为关系更大，而不是与他们持有的公司的业绩有关。

巴菲特自信的长期购买及持有的战略与当今机构投资者的看法背道而驰。每当华尔街稍有风吹草动时，机构投资者会迅速调整他们的投资组合（买入或卖出）。他们的行为主要基于保护他们不至于跟不上市场的形势，而不是对公司良好的内在价值的体会。巴菲特认为“机构投资者”已变为一个矛盾的修饰语。机构投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心态与行为与那些钟意于一夜风流的人一样。

大多数评论家认为，奉行分散投资这一传统准则的机构投资者比巴菲特更谨慎。巴菲特不同意这种说法。他承认机构投资者的确以更传统的方式投资，但是更传统的方式并不等同于更谨慎的方式。而且，谨慎的行动来自对事实的充分了解和理性的分析。巴菲特不以“大人物”同意他的观点而自信，也不因为得不到他们的认同而丧失自信。无论人们是否赞同，巴菲特坚持以谨慎的方式管理金钱。

按照巴菲特的观点，大多数机构投资者业绩平平的原因并不是因为智力的问题，而是机构决策过程与规则的结果。机构投资决策通常是由一些小组或委员会制订的，那些小组或委员会对风行的组合理论有着强烈的喜好，他们往往把安全等同于平均。对那些不管是理智或不理智的分散化投资实践的推崇与继承远远超过了独立思考。巴菲特指出：“大多数基金经理没有积极开动脑筋，而是像个傻瓜一样进行决策，他们个人得失心太明显了。如果一个非传统的决策效果不错，他们会被上司拍拍背；但如果这个决策表现很差，他们会跌得很惨。因此，对他们来说，常规的失败是最好的选择。旅鼠的群体形象不佳，但没有任何一只旅鼠曾受到过巨大的压力。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 购买企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　购买企业

对巴菲特来说，购买一家企业100%的股份与只购买部分股份之间并不存在根本的区别。但巴菲特更愿意直接拥有或控股一家企业，因为这可以允许他去影响企业经营及价值形成最重要的方面：资本的分配。如果不能直接拥有一家公司，巴菲特会转而通过买入普通股来持有该公司的部分股份。这样做虽然没有控制权，但这一不足可以被以下两个明显的优点补偿：(1) 可以在整个股票市场的范围内挑选，即选择范围更广泛；(2) 股票市场可以提供更多的机会来寻找价格合适的投资。不管是否控股，巴菲特始终遵循同样的投资策略：寻找自己真正了解的企业，该企业需具有较长期令人满意的发展前景，并由既诚实又有能力的管理人员来管理。最后，要在有吸引力的价位上买入该公司的股票。

巴菲特认为，"当我们投资购买股票的时候，应该把自己当作是企业分析家，而不是市场分析家、证券分析家或宏观经济分析家。"巴菲特在评估潜在可能的并购机会或购买某家公司股票时，总是首先从一个企业家的角度看待问题。系统、整体地评估企业，从质和量二方面来检验该企业的管理状况与财务状况，进而评估股票购买价格。

如果我们回顾一下巴菲特的所有投资，寻找其中的共同点，不难发现一系列指导他决策的准则。这些准则可分为四组：

1. 企业方面的准则——优秀的企业应具有的三个特征。
2. 管理方面的准则——高层管理者应体现的三个重要特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 财务方面的准则——公司必须具备四个财务上的重要特征。

4. 市场方面的准则——两个相互关联的成本准则。

当然，巴菲特的所有投资并非都千篇一律地体现了这些准则。但作为一个整体，这些准则构成了巴菲特投资方法的核心。

这十二项准则也是巴菲特管理他自己的控股公司——贝克夏·哈斯维公司的准则。巴菲特要求他所购买的企业应具有的特征，也正是他希望在自己拥有企业里应当具备的。

企业方面的准则

巴菲特认为，股票是个抽象的概念，他并不从市场理论、宏观经济思想或是局部趋势的角度来思考问题。相反，他的投资行为是与一家企业是如何运营有关的。巴菲特相信，如果人们不是被企业经营、而是被某些肤浅的了解吸引到一场投资中去的话，他们更有可能在刚一看到某些不对或损失的苗头时就吓跑了。巴菲特与这些人不同，他总是集中精力尽可能多地了解企业的深层次因素。这些因素主要集中在以下三个方面：

1. 企业的业务是否简明易懂？
2. 企业经营历史是否始终如一？
3. 企业是否具有长期令人满意的前景？

业务简明易懂

巴菲特认为，投资者成功与否，与他是否真正了解这项投资的程度成正比。这一观点是区分企业导向和股市导向这两类投资人的一个重要特征。后者仅仅是购买了股票，打一枪换个地方而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些年来，巴菲特曾经拥有过类别广泛的企业：加油站、农具厂、纺织品公司、零售商、银行、保险公司、广告公司、铝材料和水泥公司、报纸、石油和矿产开采公司、食品饮料和烟草公司以及广播电视公司。这些企业中，有些是由巴菲特控股；而有些企业，巴菲特只是少数股东。不管处于何种股权地位，巴菲特都很了解这些企业是如何经营的，包括盈利、费用、现金流、劳工关系、价格的灵活性，以及公司的资本需要、分配与运用状况。

巴菲特之所以能够保持对所投资的企业有较高程度的了解，是因为他有意识地把自己的选择限制在他自己的理解力能够达到的范围。巴菲特忠告投资者："一定要在你自己能力允许的范围内投资。能力有多强并不重要，关键在于正确了解和评价自己的能力。"

有些专业人士认为，巴菲特给自己设置的这些限制，使他无法投资于那些收益潜力巨大的产业，比如高科技企业。巴菲特则认为，投资的成功并不在于你知道多少，而在于真正明确你到底不知道什么。"投资者只要能够避免大的错误，就很少再需要做其它事情了。"在巴菲特看来，超乎寻常的投资成就，往往只是通过普通的事情来获得的。关键是如何把这些普通的事情处理得异乎寻常的出色。

贯穿始终的经营历史

巴菲特并不只是避免分析上的复杂，对企业经营业务也有明确的要求。巴菲特通常拒绝投资下面几类公司的股票：①正在解决某些难题；②由于以前的计划不成功而准备改变经营方向。根据巴菲特的经验，那些多年来生产同样的产品、提供同样的服务的企业，往往有最好的投资回报。而那些正在转变主营业务的企业，则更有可能出现重大的经营失误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，"剧烈的变革和丰厚的投资回报通常是不相容的。"但绝大多数投资者却持相反的看法。最近，投资者争购那些正在进行公司重组的公司股票。巴菲特认为，出于不可解释的原因，这些投资者对这类公司未来的收益寄于厚望，却忽视了这类公司的现状和问题。

巴菲特从自己在企业经营和投资方面的经验教训中深深地体会到，经营方针的重大转变很少能真正起作用。以合理的价格购买优秀的企业和以便宜的价格购买有问题的企业相比较，前者更具增加投资收益的可能。巴菲特解释说："我们并不知道如何解决有困难的企业所面临的问题，只是尽量避免投资这些有问题的企业。我们之所以取得目前的成就，是因为我们关心的是寻找那些我们可以跨越的一英尺障碍，而不是去拥有什么能飞越七英尺障碍的能力。"

令人满意的长期发展前景

根据巴菲特的观点，整个经济世界可划分为两个团体：有特许经营权的企业形成的小团体和一群普通的商业企业组成的大团体。后者中的大部分企业的股票是不值得购买的。巴菲特把特许经营定义为：一家公司提供的产品或服务，(1) 有市场需求甚至强烈的需求；(2) 没有比较接近的替代产品；(3) 没有受到政府管制。这些特征允许特许经营型企业有规则地提高它们的产品或服务的价格，却不必担心失去市场份额。特许经营企业甚至可以在需求平稳、生产能力未充分利用的情况下提价。这种定价的灵活性是特许经营一个重要特性，它使得投资可以得到超乎寻常的回报。特许经营企业另一个明显的特点则是拥有大量的经济商誉，可以更有效地抵抗通货膨胀的负面影响。

相反，普通的商业企业所提供的产品或服务与竞争对手往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大同小异甚至雷同。几年前，普通的商品包括油料、汽油、化学品、小麦、铜、木材和桔汁。如今，计算机、汽车、空运服务、银行服务和保险也都成了典型的日用商品。尽管有巨大的广告预算，它们的产品或服务仍然与竞争对手没有实际意义上的区别。

总的来说，普通商品企业通常是低回报率的企业，巴菲特称之为"盈利困难企业的主要候选者。"因为它们的产品与其他企业并无二致，因而只能在价格上竞争，结果严重削减了经营利润。普通商品企业增加利润的唯一办法就是指望出现供货紧张的情形。巴菲特认为，决定一家普通商品企业长期盈利能力的关键因素是"供应紧张相对供应宽松的年数比率"。这一比率往往是一分数。贝克夏·哈斯维公司控股公司下属的纺织分部最近经历了一次供应紧张时期，但用巴菲特的话来形容，这次供应紧张只持续了"清晨最好的那部分时间。"

巴菲特分析完公司的经营特征后，接下来评判它的相对竞争优势和弱点。他强调说："我所看重的是公司的盈利能力，这种盈利能力是我所了解并认为可以保持的。"

特许经营通常会形成盈利优势。优势之一表现在可以自由涨价从而获得较高的盈利率。另一点则是在经济不景气时，比较容易生存下来并保持活力。巴菲特认为，持有一家即使犯了错误，利润仍能超过平均水平的企业的股票是很舒服的。"特许经营企业可以容忍管理失误。无能的管理者可能会减少它的盈利能力，但不会造成致命的损失。"

特许经营一个主要的弱点是价值容易降低。成功显然会吸引新的进入者和替代产品，产品之间的区别也会逐步缩小。在竞争期间，强势特许经营会逐渐退化为巴菲特所说的"弱势特许经营"，而后是变成"强大的企业"。一度曾经很成功的特许经营企业最终减弱为一般的商业企业。

当这些情形发生时，优秀管理者的价值和重要性呈指数递增。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个特许经营企业可以忍受无能的管理而继续生存，而一家普通的企业则不能。

管理方面的准则

巴菲特付给一名经理最高的奖赏，是让他自己成为企业的股东，即让他将这家企业视为自己的企业。这样，经理们不会忘却公司的首要目标——增加股东权益的价值，而且会作出合理的经营决策，以尽力实现这一首要目标。巴菲特很欣赏那些严格履行自己的职责，全面、如实地向股东汇报，并有勇气抵制巴菲特所说的“惯例驱使”影响的管理者。

巴菲特考虑购买一家企业时，总是仔细考察该企业的管理。巴菲特所购买的企业必须是由诚实、有能力并且令他欣赏和信任的管理者领导的。巴菲特对有意向收购或投资的企业管理的考察主要包括以下几个方面：

1. 管理者的行为是否理性？
2. 管理者对股东们是否坦诚？
3. 管理者是否受惯例驱使？

理 性 行 为

最重要的管理行为是公司资金的分配。因为从长远来看，资金分配决定了股东投资的价值。巴菲特认为，如何分配公司盈利——继续投资还是分配给股东的决策是一个逻辑和理性的问题。卡罗·鲁米斯曾在《幸福》杂志上评论说，“理性是巴菲特管理贝克夏·哈斯维公司控股公司的主要风格，而这正是他发现许多企业管理者所缺少的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何分配公司盈利的问题，与公司处于生命周期的哪一阶段有关。当一家公司沿自己的经济生命周期向前发展时，它的成长速度、销售收入、利润和现金流都会发生戏剧性的变化。在初始发展阶段，公司因为开发产品和建立市场，支出大于收入。在迅速成长阶段，公司盈利能力增强，但内部产生的现金仍无法支持公司快速发展对资金投入的需求。此时，公司不仅要保留所有的盈利，还要通过借债或发行股票来筹集发展资金。

第三阶段，即成熟阶段。公司发展速度减慢，开始产生超过扩展和经营所需要的现金。最后一个阶段，即衰退阶段。公司开始体验到销售和利润同时下降，但仍能产生多余的现金。如何分配利润这一问题突出体现在企业成长的第三、四阶段，特别是第三阶段。

如果多余的现金用于再投资的收益率超过公司股权资本成本，即公司股东要求的收益率，则公司应保留所有的利润进行再投资。另一方面，如果再投资收益率低于资本成本，则保留盈利进行再投资就是不合理的行为。

如果一家公司产出的现金超过内部投资与维持经营对资金的需求，但继续在本公司业务上投资只能获得平均水平甚至低于平均水平的投资回报率，那么这家公司的管理者在利润分配时面临三种选择：(1) 再投资于公司现有业务上；(2) 购买成长型企业；(3) 分配给股东。正是在这一决策的十字路口，巴菲特才尤其关注企业管理者的行为。因为在这里，才能真正体现公司管理者的行为是否理性。

总的来说，那些不顾再投资收益率会低于平均水平仍然继续投资的管理者，往往认为低回报率的情况只是暂时现象。他们自信，凭着管理层的才能，可以提高公司盈利能力。如果一家公司多次忽视低投资回报率问题，执意将多余现金进行再投资，那么该公司的现金会成为越来越没有价值的资源，公司股价也会相应下跌，利润回报日益恶化。现金富裕、股价较低的公司往往会吸引公司并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购者的注意，这也就是公司现任管理层任期终结的开端。为了保护自己，经理们经常选择第二个方案：购买另外一家所谓成长型的公司。

宣布并购计划有激励股东、阻止公司并购者的作用。但是，巴菲特对需要通过并购其它企业来促进自身成长的公司持怀疑态度。原因之一在于这样的成长可能代价过高，得不偿失。原因之二，这样的公司需要整合成一家新公司，这就有可能犯损害股东利益的重大错误。

巴菲特认为，对拥有不断增加的现金，却难以获得高于投资平均收益率的公司来说，唯一合理的做法，就是将这些现金返还给股东。具体做法有两种：(1) 增加红利，(2) 回购股份。

股东拿到现金红利后，就可以自主选择其它回报率更高的投资机会。表面上看，这好像是一桩好事，因此很多人认为红利不断增加是企业经营良好的表现。但巴菲特坚信，只有股东利用他们的现金进行投资从而获得比公司利用盈利再投资而产生的现金更多时，这才是对的。

这些年来，巴菲特在他的投资上获得了很高的回报，而且保留其中所有的收益。在这样高的收益率下，给股东分红就等于是提供了错误的服务。因此，贝克夏·哈斯维公司不对股东派发现金红利并不令人惊讶，股东也相当满意。1985 年，巴菲特询问贝克夏·哈斯维公司的股东以下的三种股利政策中哪一种更符合他们的心意：(1)继续将所有的盈利再投资，不分红派息；(2) 适当分配现金红利，用经营利润的 5%～15%用于分红派息；(3)按时下美国公司典型的做法分红派息，即将全部利润的 40%～50%用于分红派息。结果，88%的股东愿意继续现存的不分红派息的股利政策。显示出贝克夏·哈斯维公司的股东们绝对相信巴菲特。

如果说现金红利的真正价值有时会被误解的话，那么采用回购政策把盈利返还给股东的做法就更是如此了。从很多方面来讲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东从股票回购中得到的利益更间接、更无形。

巴菲特认为股票回购的回报是双重的。如果股票的市场价格低于其内在价值，那么回购股票就有良好的商业意义。例如，某公司股票市价为 50 美元，内在价值却是 100 美元。那么管理层每次回购时，就等于花费 1 美元而得到 2 美元的内在价值。这样的交易对余下的股东来说，收益非常之高。

巴菲特进一步认为，公司经理们在市场上积极回购股票时，是在表示他们以股东利益最大化为准则，而不是不计效益盲目扩展公司资产与业务。这种立场向市场发出了利好信号，从而吸引其他正在股市上寻找管理优秀且可以增加股东财富的公司的投资者。此时，股东通常可以得到两项回报——第一项是最初公开的市场上购买，紧接着是因投资人的追捧而造成的股价上扬。

坦　诚

巴菲特一直敬重那些全面、真实地披露公司财务状况的管理者。他们承认错误如同公告成功一样，并且能对股东坦诚相待。巴菲特特别敬重那些不利用公认会计准则来隐瞒、包装企业业绩真实情况的管理人员。

财务会计准则通常只要求企业披露那些按行业分类的信息，但有些管理者甚至没有达到这一最低限要求。他们往往将公司所有业务部门汇总到一起，使股东很难理解或得知每一业务部门的实际经营状况。巴菲特强调："不管是否遵照公认会计准则，需要披露的信息应回答具有财务知识的读者三个问题，(1) 公司大约价值多少？(2) 公司将来偿还债务的可能性有多大？(3) 管理人员的工作状态如何？是否完成了分配给他们的任务？"

贝克夏·哈斯维公司的年度报告不但符合公认会计准则的要求，并且还逐一披露了贝克夏·哈斯维公司下属或投资的每一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的盈利情况以及其它巴菲特认为可能对投资者评价企业的获利能力有用的信息。巴菲特非常赞赏像他那样对股东坦陈公司经营状况的经理。

巴菲特还欣赏那些有勇气公开讨论失败的人。巴菲特认为，大多数企业的年度报告是虚假的。每个公司都在犯错误，只是程度不一。大多数管理者在报告业绩时乐观有余、诚信稳健不足。这一行为只能满足经理人员自己的短期利益，但从长远来看，对谁都没有好处。

巴菲特在贝克夏·哈斯维公司的年度报告中，公开了贝克夏·哈斯维公司盈利能力和管理状态的好坏二方面状况，巴菲特一直披露了贝克夏·哈斯维公司在纺织或保险业务方面所遇到的问题，以及他自己的管理失败。从 1989 年开始，巴菲特在年度报告中列举自己所犯的错误，称为"二十五年中的第一个失误"。在年报中，巴菲特不仅坦言了自己的失误本身，而且还包括因为他处理失误而丧失的机会。

评论家们认为，巴菲特之所以敢于实行他的公开承认错误的计划，是因为他拥有贝克夏·哈斯维公司 42%的股份，因此，即使公开坦陈所犯错误，也没有炒鱿鱼的后顾之忧。这固然是一个因素，但巴菲特这一做法在管理层报告中还是具有创造性的。因为巴菲特深信，坦诚对管理者和股东都有好处。"误导公众的总经理，最终也将误导他自己。"巴菲特将这一见解归功于查理·门格，认为是他帮助自己理解了研究一个人的失败比只关心他的成功更重要的道理。

惯例驱使

既然管理者是通过解决困难和错误来赢得智慧和信誉，但为什么那么多的年度报告中却只鼓吹成功呢？如果资金的分配和利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用是这么简单而又必然，为什么总是处理不好呢？巴菲特将其原因归结为“惯例驱使”。正是这些貌似无形的惯例导致公司管理者模仿别人行为的趋向，不管那些行为可能是非常愚蠢和不合理的。

巴菲特宣称这是他职业生涯中最令人吃惊的发现。在学校所学到的是：有经验的公司管理者是诚实而又聪明的，可以自动作出合理的经营决策。但一旦来到企业的实际环境中，巴菲特看到和体会到的却是另一番景象，“当惯例驱使发生作用时，理性是脆弱无力的。”

巴菲特将惯例驱使的力量归纳为以下几种情况：“(1) 一个组织或机构拒绝在当前方向上作任何改变；(2) 就像工作占用了所有可用的时间一样，公司的计划和并购也具体化为用光所有可支配资金；(3) 在每项业务上，不管经理人员的筹划有多么不明智，都能很快获得由工作人员悉心准备、内容详实的关于利润率、策略等方面研究报告的支持；(4) 盲目模仿、争相攀比同类公司的行为，包括扩张、并购、建立经理奖励制度等。”

国民财产保险公司总裁杰克·林沃特帮助巴菲特发现了惯例驱使的破坏性力量。当时，绝大多数保险公司都在制订同样的保险策略，这一行为显然只会带来平庸的回报甚至是损失。林沃特毅然停止制订与同行类似的经营策略。门格和巴菲特也在储蓄和贷款行业正在走向灾难时，毫不犹豫地改变了下属互助储蓄与贷款公司的经营策略。

大多数管理者都不希望在别的公司每季度都有盈利时，自己的公司却发生令人难堪的赤字亏损，因为这样往往会被人们视为无能。尽管他们自己也相信沿着原来既定的方向继续走下去必然是悬崖，却不愿勒马改道。跟随别的公司总比改变方向轻松。确实，巴菲特和门格不用担心被炒鱿鱼，因而可以作出一些非常规的决定。同样，如果一名管理者有较高的交流技巧，就容易让股东相信短期的损失可以带来长期的高利润。巴菲特深知，无力抵抗习惯性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力的情形，往往很少与股东有关，关键在于经营者是否乐意接受根本的改变。

即使管理者接受现实，认为公司必须进行改革以避免可能的破产，但对大多数企业说，改革计划很可能因大多数人感到困难而难以贯彻执行，最终往往是被一个折衷的方案所替代：购买一家新公司，而不是正视当前实际问题。

为什么管理者会这样做？巴菲特指出，对管理者行为影响最大的三点事实。第一，大多数管理者不能控制自己行动的欲望，从而产生过激行为，而这些过激行为又往往通过企业接管来寻找发泄的出路。第二，大多数管理者总是不断把自己企业的销售、盈利、经理奖励等与其他企业进行比较。这种比较往往容易导致企业经理的非理性行为。第三，大多数管理者通常会高估自己的管理能力。

另一个普遍的问题是糟糕的资金分配。巴菲特指出，总经理们大多是因为在公司其他方面的优异表现才提升到这个职位的，如管理、设计、市场营销或是生产部门。由于他们中的大多数缺乏资金运用的经验，所以，只得向下属、顾问或投资银行家们寻求建议。在这里，习惯性规则就开始影响决策过程了。只要总经理把15%的投资回报率作为判断是否收购的标准时，他的下属就会向他报告说投资回报率实际可以达到15.1%。

对习惯性规则最后的解释就是不动脑筋、生搬硬套地模仿。如果A、B、C公司正在以相同的方式处理问题，那么D公司的总经理就以此为原因而采用相同的行为模式。巴菲特强调，并不是腐败或愚蠢使得这些公司的经理人员难以抵挡那些必然导致毁灭的行为。实际上，是习惯性的力量使得这些公司难以抵挡那些必然导致毁灭的行为。巴菲特曾在一次对学生谈话时，出示了一张列有三十七家失败的投资银行的名单。他指出，尽管纽约股票交易所规模增加了十五倍，但名单上的这些投资银行仍没有逃脱失败的厄运。这些投资银行的经理们都是智商很高而且勤奋工作的人，他们非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渴望成功，“但为什么他们还会得到这种失败结果呢？因为他们不动脑筋，盲目模仿他们的同行。”

巴菲特有幸与美国企业界一些最聪明的管理者一起工作。包括大都会/美国广播公司的托马斯·穆菲、唐·伯克，可口可乐公司的小罗伯特·格依祖塔和威尔斯·法高银行的卡尔·理查德。但即使这些聪明能干的经营者一旦接手问题重重的企业，也难妙手回春、起死回生。巴菲特说：“如果你把这些经营高手放到一家有问题的企业中去，也不会有多大起色。”他所说的意思是，不管某位经营者给人的印象多么深刻，他也不会仅因为这个经营者而投资于一个糟糕的企业。“让一个聪明、有声望的管理人员来处理一个基本情况极差的企业时。企业状态也不会有什么变化。”

经营者的能力评估很大程度上是一种主观努力，因此不应该一味加以量化。不过，可以辅以一些量化标准，如权益资本收益率、现金流以及经营利润等。

财务方面的准则

巴菲特评价管理和获利能力的财务方面的准则，是以某些典型的巴菲特信条作为基础的。比如，他并不太看重每年的经营结果，而更关心四、五年的平均数字。他总说，盈利企业的回报并不是像行星围绕太阳运行的时间那样一成不变的。他对那些虽然没有实际价值，却靠在会计上耍花招而获得惊人的年终业绩数据的做法相当反感。他以下面几个准则作为自己在财务评估方面的指导：

1. 集中于权益资本收益，而不是每股收益。
2. 计算“股东收益”。
3. 寻找经营利润率高的公司股票。
4. 对每1美元的留存收益，确认公司已经产生出至少1美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场价值。

权益资本收益率

投资分析家仍通常用每股税后利润(又称为每股收益)来评价企业的经营业绩。上年度每股收益提高了吗？高到令人满意的程度了吗？巴菲特则认为，每股收益是个烟幕。因为大多数企业都保留上年度盈利的一部分用来增加股权资本，所以没有理由对每股收益感到兴奋。如果一家公司在每股收益增长10%的同时，也将股权资本增加了10%，那就没有任何意义。在巴菲特看来，这与把钱存到储蓄帐户上，并让利息以复利方式累积增长是完全一样的。

巴菲特认为，“对经营管理获利状况最重要的量度，是已投入股权资本的收益状况，而不是每股收益。巴菲特更愿意使用权益资本收益率——经营利润对股东权益的比例来评价一家公司的经营业绩。

采用权益资本收益率时，需作某些调整。首先，有价证券应该按投资成本而不是市场价格来估价。因为股票市场价格会极大地影响一家公司的权益资本收益率。例如，如果一年中股价戏剧性地上升，那么公司净资产价值就会增加，即使公司经营业绩的确非常优秀，但与这么大的股权市值相除，权益资本收益率也将急剧减小。相反，股价下跌会减少股东权益，从而会使平庸的盈利状况看起来比实际好得多。

其次，投资人也应控制任何非经常项目对公司利润的影响。巴菲特将所有资本性的收入和损失及其它会增减利润的特殊项目全部排除在外，集中考察公司的经营利润，他想知道，管理层利用现有的资本通过经营能产生出多少利润。他说，这就是评断管理者获利能力的最好指标。

另外，巴菲特始终认为，一家企业应能在没有或极少负债的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，用股权资本来获得收益。我们知道，提高财务杠杆比率，即增加债务资本，可以增加权益资本收益率。巴菲特非常清楚这一点。但是，通过借更多的钱来提高贝克夏·哈斯维公司权益资本收益率的想法并未打动他。“优秀企业的投资决策，会产生令人满意业绩，即使没有贷款的帮助也一样。”而且，财务杠杆比率较高的公司，在经济增长缓慢或衰退时，是极为脆弱的。巴菲特宁可在财务质量方面发生错误，也不愿意冒因增加债务而使贝克夏·哈斯维公司股东权益受到威胁的风险。

巴菲特在债务方面的考虑显然是相当保守的。不过，一旦确实需要举债时，巴菲特并不畏缩。实际上，他更愿意在预料到未来使用状况时借债，而不是临时抱佛脚，在需要已经紧迫的时候再去借债。巴菲特说，如果企业每次进行有利可图的投资都能与借债的时机恰到好处地匹配，那是很理想的。但实际情形却往往相反。低成本的资金往往会使资产的价格上升，而高利率的资金却往往会增加负债成本，同时会降低资产价值。当购买公司股票的价格达到最理想价位时，资金高成本(较高的利率)却往往降低这一机会的吸引力。针对这种状况，巴菲特认为，公司的资产与负债管理应该相互独立。

这种为日后的好机会而预先借款的哲学，会影响近期的盈利。但是，巴菲特只在确信未来的经营会带来比目前债务成本更高的利润时，才会真正这么做。而且，真正有吸引力的商业机会很少，所以巴菲特希望贝克夏·哈斯维公司能枕戈待旦。“如果你想射中罕见的、移动迅速的大象，就得一直带着枪。”

巴菲特并不针对某一企业负债水平是否合适提出建议。很明显，不同的企业现金流不同，可以应付的债务水平也不同，巴菲特想说的是，一家优秀的企业应该可以不借助债务资本，而仅用股权资本来获得不错的盈利水平。如果公司是通过大量的借款来获得利润的，那么该公司的获利能力就值得怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股东收益”

巴菲特告诫投资者说，应该注意会计上的每股收益只是判断的企业内在价值的起点，而非终点。“首先应该明白，并非所有的利润都是同样被产出的。那些相对于利润具有过多资产的公司，所报告的利润只是表面的。因为通货膨胀实际上征收了资产密集企业的通行费，导致这类企业的盈利化为幻影。所以，只有当分析家们了解预期现金流时，会计上的利润才有利用价值。”

巴菲特又指出，即使是现金流也并非完美的尺度。现金流也经常会误导投资者。现金流用于评估初始投资很大而后续投资小的企业（如房地产、油田、电报电话公司等）时，还是比较恰当的，但对于需要持续不断的资本性支出的生产制造型企业，用现金流来评价是不够准确的。

公司的现金流，通常被定义为税后利润再加回折旧和摊销等非现金费用。巴菲特认为，这一定义的不足之处在于它未考虑一个重要的经济事实：资本性支出。公司一年中的利润需要花费多少钱来购买新设备，升级更新工厂和维持公司当前经济地位及产量的需要呢？根据巴菲特的估计，大约95％的美国企业需要与折旧大约相等的资本性支出。巴菲特指出，你可以将资本性支出推迟一年或更长，但如果你长期这么做，不进行必要的资本支出，你的企业肯定会衰退。资本性支出就像公司的劳务和原料成本一样，也是企业的一项常规费用。

80年代杠杆收购时期，现金流的概念和方法运用也达到顶盛时期。付给被并购企业的过高价格就是由现金流法来评判的。巴菲特深信，现金流的数字：“经常被企业或证券推销商引用，以使不合理的价格看起来合理，使本来没有市场的东西能卖得出去。当利润不足以支付垃圾债券或无法支持愚蠢高价时，很容易诱使人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去关注现金流。"巴菲特警告说，除非你愿意从中减去必要的资本支出，否则就不要过于关注现金流。

巴菲特更喜欢使用他称之为"股东收益"的指标。即公司的税后利润加上折旧、摊销等非现金费用，同时，减去资本性支出费用以及可能需要增加的营运资金量。巴菲特承认，"股东收益"并不能为价值分析提供所要求的精确值。因为未来资本性支出需要经常估评。但巴菲特总是引用凯恩斯的话来解释自己的观点："宁可接受模糊的真理，也不要精确的错误。"

经营利润率

巴菲特与费雪一样，深知如果管理者无法把销售收入变成利润，那么企业所做的投资就没有价值。根据他的经验，成本管理存在马太效应，高成本运营的管理者趋向于寻找途径增加成本，而低成本经营的管理者却总在寻求减少成本的途径。

巴菲特厌烦那些允许成本日益增长的管理者。同样是这些经理，经常不得不实行重组计划。以使成本与销售额相当。每当一家公司宣布削减成本计划时，巴菲特就知道这些公司肯定没有计算出公司股东应承受的费用。巴菲特认为："真正的优秀的经理，根本不用早晨起床后说'今天就是我们削减成本的日子。'就像他们早上起床后不用决定开始呼吸一样。"

巴菲特以卡尔·理查德、保罗·哈恩(威尔斯·法高银行总裁)以及汤姆·穆菲、唐·伯克(大都会/美国广播公司总裁)对不必要的费用所进行的无情的削减为例。这两个公司的管理层"不论利润创了新记录还是正面临压力，始终积极地削减成本。"巴菲特自己对削减不必要的成本费用也是十分坚决的。他对贝克夏·哈斯维公司的盈利幅度十分敏感。他了解任何企业经营所需合适的职员数目，也坚信对于每一美元销售，都应有一个合适的费用水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与之对应。

贝克夏·哈斯维公司是一个独一无二的公司。公司的职员甚至不够组建一支垒球队。贝克夏·哈斯维公司没有法律事务部或是公共关系部，没有设置专门策划公司并购、并由受过工商管理硕士训练的员工组成的公司策略部，也不雇用安全保卫人员、汽车司机和送信人。贝克夏·哈斯维公司的费用开支还不到经营利润的1%。相比之下，其他盈利水平相似的公司这一比率高达10%，也就是说，那些公司仅仅因为日常开支过大，就使股东拥有的财产价值减少了9%。

“1美元”前提

投资者如何检验是否选择了一家具有良好的长期发展前景，并且由以股东利益为导向、精明能干的管理层来经营的企业？对于这一问题，巴菲特通常是通过比较公司市场价值增量与留存收益增量来加以验证。

我们知道，尽管个别时候股价会因各种原因偏离其内在价值，但从长远来看，股票市场会合理地反映公司的内在价值。对于留存收益也是一样的。如果公司运用保留的利润，在较长时间内都没有获得较好的收益。则有效市场就会在该公司股票价格上体现出它的失望。相反，如果公司利用追加资本获得的收益超过平均水平，这一成功也会体现在股价的上升中。

在巴菲特的快速测试中，公司股票市值增量应至少不低于留存收益的数额。如果公司的市场价值增量超过留存收益增量，当然更好。巴菲特对此的解释是：“在这个巨大的交易舞台中，我们的任务就是寻找这类企业：它的盈利状况可以使每一美元的留存收益至少能转化为1美元的市场价值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场方面的准则

到目前为止，上述准则都围绕购买还是不购买某家公司股票的抉择。此外，任何人都应进一步考虑以下两点：这家公司拥有出色的内在价值吗？这是购买它的好时机吗？或说目前的价格令人满意吗？

价格是市场决定的。而价值则是分析家在考虑了自己所知道的所有关于公司经营、管理、财务特性等方面的信息后运用各种方法进行评估的结果。价格和价值并不一定相等。如果股票市场是有效的，那么股价应根据所有已知的信息迅速调整。当然，我们知道这并不是现实的情形。股价因为无数因素的影响总是围绕股票的内在价值上下浮动。

从理论上说，公司股价与其内在价值的差异，决定了投资人的行为。某公司股票价格低于其内在价值时，理性的投资者就会购进该公司的股票。相反，如果股票价格高于其认定的内在价值，就不购买。当公司沿着它的经营生命周期不断发展时，分析家们会重新评估公司股票的内在价值与其市场价格的相对关系，并以此决定是买入、出售还是继续持有该公司股票。总之，理性投资有两个要点：

1. 这家企业真正的内在价值有多少？
2. 能够以相对其价值较大的折扣买到这家公司股票吗？

确定公司内在价值

传统的企业估价方法通常包括以下三种：清算法、继续经营法和市场法。清算价值是变卖企业资产减去所有负债后的现金余额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为假定公司不再营业，所以清算价值没有考虑企业未来可能的收益。继续经营的价值，是由企业所有未来预期现金流来决定的，这些未来现金流要用合理的贴现率来折合成现值。当未来现金流实在难于计算时，分析家们经常转向市场；将这家公司与其它上市或交易过的类似的公司进行比较，并选用合适的乘数。

巴菲特采用哪一种方法呢？按他自己的说法，最好的方法早在五十年前就由威廉姆斯在其《投资价值理论》一书中系统地提出了。即企业的价值是由企业生命周期中预期产生的净现金流经过合适贴现率的贴现而得到的。巴菲特说："不管是生产小产品的厂商，还是生产蜂窝电话公司，在这种估价方法下它们的地位完全相同。"

企业估值的数学计算过程与债券估价过程十分相似。债券的利息和到期日决定了它将来的现金流。如果你把债券所有的利息加总，并以合适的贴现率进行贴现，你就得出了债券的贴现值。同样，为了估价一家企业，分析家们应估算该企业从某一时期到将来会产生的"利息"，并把所有这些"利息"折算成现值。

从理论上看，只要应用了正确的变量值：现金流和贴现率，确定一家企业的价值就很简单。问题恰恰在于未来现金流和贴现率很难估算和选择。对巴菲特来说，如果他不能确信企业中到底会产生多大的现金流，他就不会去估价这家公司。这就是他的方法的特点。尽管他也承认微软公司是家很有活力的公司，并且高度评价比尔·盖茨作为一个管理者的成就，但他坦言他没有办法估计这家公司未来的现金流。如果这一企业业务单纯、可以理解，而且由具有盈利能力的管理力量来领导，巴菲特就可以非常确定地估算出它未来的现金流。巴菲特始终认为，一个人预计未来的能力就决定了他能力所及的范围，在巴菲特心目中，公司周期性的现金流应该像债券的利息一样确定。

确定了公司未来的现金流后，接下来要选用相应的贴现率。很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多人感到惊奇的是，巴菲特所选用的贴现率，就是美国政府长期国债的利率或到期收益率。这是一个任何人都可以获得的无风险收益率。

理论研究者们认为，对股权现金流进行贴现的贴现率，应该是无风险收益率(长期国债利率)加上股权投资风险补偿，这样才能反映公司未来现金流的不确定性。但巴菲特不进行风险补偿，因为他尽量避免涉及风险。首先，巴菲特不购买有较高债务水平的公司股票，这样就明显减少了与之关联的财务风险。其次，巴菲特集中考虑稳定利润稳定并且可预计的公司，这样经营方面的风险即使不能完全消除，也可以大为减少。他说："我非常强调确定性。如果你这么做了，那么风险因子的问题就与你毫不相关。只有在你不了解自己所做的事情的时候，才会有风险。"

很多专业人士对巴菲特的主张和做法不以为然。他们认为估计未来现金流非常微妙和棘手，即使选对了贴现率，也有可能在估价中出现其它错误。这些专业人士往往利用各种不同的简便方法来评估企业价值。例如，市盈率法、市价/帐面价值法、分红率法。实践者们则反复检验了这些比率，结论是：只要能慧眼挑出并购买那些具有以上财务比率的公司，就能获得成功。

如果投资者总是购买市盈率、市价/账面价值比低，分红率高的公司股票，则他们通常被称为"价值投资者"。而只投资成长速度高出平均的公司股票的投资者，则称为"成长型投资者"。通常，成长型公司具有较高的市盈率和较低的分红率，这与价值投资者的选股标准恰好相反。

股票投资者，必须在"价值"和"成长"两种方法中选择其一。巴菲特说，数年前他也曾参与这一拔河式的争论。但如今，他认为这两种思想体系之间的辩论是毫无意义的。因为成长型和价值型投资在某一点上是统一的。价值是某一投资未来现金回报的贴现值，而成长速度只是一个用于确定价值的计算参数而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售额、利润和资产等方面的增长可以增加或减少投资的价值。当投资收益率高于平均水平时，成长可以增加股票内在价值。但要确定1美元的投资至少产生了1元的市场价值。若一家企业只有很低的资本收益率，那么投资的增长对股东将是有害的。例如，尽管航空业有令人难以置信的增长率，但由于航空公司的无能使利润率逐步下滑，使得绝大多数航空公司的股东最后处于很糟糕的境地。

巴菲特认为，所有这些简便方法——高或低的市盈率、市价/帐面价值以及分红率，不管他们以怎样的数字进行组合，都有一个弱点。它们很难确定投资者的购买是否物有所值，是否真正按照内在价值的准则进行投资……不管一家企业是否在成长、它的盈利是否稳定或者相对于企业当前利润或帐面值来说股价偏高或偏低，只要它用贴现现金流计算后确认为最便宜，它就是投资人所应该购买的股票。”

在有吸引力的价位上买进

巴菲特认识到，即使企业的业务易于理解、有持续的盈利能力和由股东利益导向的管理层来领导，并不能保证投资成功，还必须以比较明智的价格购买。其次，企业的行为必须合乎事先的预期。巴菲特认为，投资失误只可能出现于以下三方面：(1)支付的价格，(2)我们选定的管理层，(3)企业未来的盈利能力。而在第三方面的估算错误是最常见的。

巴菲特不仅致力于挑选盈利水平高于平均水平的企业，同样也要求在其市场价格低于内在价值时购买。格雷厄姆曾教导巴菲特牢记安全收益投资准则，即在估算的内在价值超过其市场价格的差额具有较高的安全系数时，才能购买该公司股票。

安全收益准则在两个方面使巴菲特受益。首先，这条准则使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特免受价格下跌的风险。当巴菲特计算出某公司股票的内在价值只比其当前市价略高一点时，就不会购买该公司股票。他为此解释说，如果由于他的估价不准确而公司的内在价值实际上还会稍低一点，那么这只股票的市价可能会跌到比他付出的价格还低的水平。但如果内在价值和购买价格之间的差额足够大，内在价值下跌的风险就大为减少。如果巴菲特以25%的价格折扣(相对于内在价值)购买了一家公司股票，即使公司股票的市价下降10%，最初的购买价格仍能带来足够的收益回报。

安全收益也带来了获取额外回报的可能。如果巴菲特正确地挑选了一家盈利水平高于平均值的公司，长期来看，其股票价格就会随着公司的盈利而稳步上涨。权益资本回报率为15%的公司，与那些权益资本回报率只有10%的公司相比，股票价格会上升更多。不仅如此，如果巴菲特应用安全收益的准则，以相对于内在价值较大的折扣购买到这家公司股票，那么当市场价格正确体现出其内在价值时，巴菲特就会得到额外的收益。“市场就像上帝，只帮助那些自己努力的人，”巴菲特说，“但与上帝不同的是，市场不会宽恕那些不清楚自己在干什么的人。”

明智的投资者

巴菲特投资哲学最主要的特征在于他非常清楚，持有普通股，就是拥有了企业，而不仅仅是几张纸而已。巴菲特一直强调，如果不了解公司的运行机制——包括公司的产品和服务、劳工关系、原材料成本、工厂和设备、再投资需求、存贷、应收帐款和营运资本等，就去购买该公司股票，那么这种想法和行动是非常可怕的。持有这种想法的人是股票股东而非企业股东。格雷厄姆在《明智的投资者》一书的总结部分写道：“当投资是以最靠近企业的方式来进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的时候，它就是最明智的。”巴菲特评价说：“这是关于证券投资的最重要的一句话。”

持有普通股的投资人，可以选择成为企业有影响力的股东或是一般的股东。普通股的持有人，如果认为拥有的只是一张纸，那么他们就远离了公司的实际经营业绩。持有这些股票的股东总认为，不断变动的市场价格比公司的资产负债表、利润表和现金流量表更能精确地反映股票价值。他们就像打牌一样频繁地购进或抛售股票。而对巴菲特来说，普通股持有人和业主的行为应当是密切相联的。他们都以同一种方式看待企业的所有权。“我之所以是一个较好的投资者，是因为我同时是商人；而我之所以是一个好的商人，是因为我同时是一个投资者。”

经常有人问巴菲特今后将投资何类企业。对此，巴菲特总是明确表示：首先，他不会选择那些生产、经营与管理让他感到没有信心的企业。他所购买的企业一定是他了解、由可以依赖的管理者经营、并具有盈利能力。巴菲特说：“一家出色的企业可以是一个不错的寻找机会的方向，但未必总是一个好的购买对象。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 长期持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 长期持有

巴菲特习惯于听取所属公司的经理人员汇报经营成果而不是公司股票的短期行情。巴菲特坚信：尽管股票市场会在短期内忽视企业的经营与财务状况，但随着时间的推移，股市最终会通过股东财富是否增加来证明企业经营的成败。巴菲特记得格雷厄姆曾说过："短期内，股票市场是一部投票机器，不过从长远看它是一架称量计。"因此，巴菲特乐意耐心等待。实际上，只要贝克夏·哈斯维公司投资的企业正在以令人满意的速度增加股东价值，巴菲特就更希望股票市场延迟对这些企业的承认，因为这样，他可以有更多机会以合理价格买入这些公司更多的股票。

有时，股票市场会很快证实巴菲特对于一家公司是否值得投资的判断。每当这种情况发生时，他并不会因短期获利而急于卖掉。他认为华尔街的格言"当你在获得利润时就永远不会破产"是一个愚蠢的想法。巴菲特认为，只要有潜力的公司的权益资本预期收益令人满意，公司管理层诚实能干，并且股票市场并未高估该公司股票，他就很愿意无限期地持有这些公司的股票。"如果股市明显高估了一家公司，他就会将股票卖掉。有时候，巴菲特也会卖掉那些价格合理或被低估的股票，这是由于他需要一笔资金购买其它低估程度更高或者低估程度相同但他更了解的公司的股票。

不过，1987 年，巴菲特投资组合中的三家公司的普通股（华盛顿邮报公司、政府雇员保险公司、大都会/美国广播公司）并未按这种投资策略抛售，尽管当时股市对这三种股票严重高估。因为这三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种股票是巴菲特列入长期持有名单的股票。1990 年，可口可乐公司也被巴菲特列入长期持股的名单中。

这种“成为生命一部分”的投资哲学使得这四种股票和贝克夏·哈斯维公司下属的控股公司同属长期投资地位。而巴菲特对处于长期投资地位的股票不会不加区别地抛掉。需要说明的是，一家公司并不是在巴菲特购买它那天起就自动成为“长期”投资对象的，往往需要经过一段时间的考察。例如，巴菲特 1988 年开始投资的可口可乐公司，1990 年才上升到长期投资地位。

巴菲特对华盛顿邮报公司、政府雇员保险公司、大都会/美国广播公司、可口可乐公司这四家公司股票的投资与长期持有行为反映了他独特的投资哲学和策略，以下分别介绍。

华盛顿邮报公司

华盛顿邮报公司的主业包括报纸、电视网、有线电视网和杂志。报纸部门出版《华盛顿邮报》等报纸。电视网部门拥有 6 家电视台，分别坐落在迈阿密、底特律、得克萨斯州的豪斯顿和圣安东尼奥、康涅狄格州的哈佛、佛罗里达州的杰克逊维尔。有线电视部门为 463,000 家用户提供服务，这些用户分布在美国中西部、南部和西部的 15 个州。杂志出版部门出版《新闻周刊》，国内发行量超过三百万份，国际发行数量超过七十万份。

除了这四个主要部门外，华盛顿邮报公司还拥有斯坦利·卡波兰教育中心，该中心是一个连锁学校，对学生进行大学入学考试辅导。另有一家提供有关美国政府立法活动的计算机信息公司。此外，华盛顿邮报公司还拥有《国际先驱论坛报》50％的股份，《明尼阿波尼斯之星报》和《论坛》杂志出版公司 28％的股份。它还和美国个人通讯公司成立了一个合资公司，在华盛顿特区发展个人通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讯系统。

截止到 1993 年末，华盛顿邮报公司资产达 30 亿美元，年销售额为 15 亿美元。如果对比 60 年前该公司只有一种业务即出版一种报纸的话，你会为它今天的成功叹为观止。

1931 年，华盛顿邮报公司是美国五家主要的日报社之一。两年后即 1933 年，华盛顿邮报公司由于无力支付新闻纸的费用而面临被人收购的局面。那年夏天，为了清偿债务，公司以 825,000 美元的价格卖给了金融家——百万富翁麦约尔。在以后的二十年中，麦约尔竭力支持该报纸直至其扭亏为盈。后来，麦约尔将该报纸的管理权传交给了他女婿——哈佛大学毕业的律师菲力浦·格雷厄姆。1954 年，菲力浦·格雷厄姆说服麦约尔买下了一家竞争对手——《时代先驱报》。随后，格雷厄姆又购买了《新闻周刊》杂志和两家电视台。格雷厄姆 1963 年不幸去世。华盛顿邮报公司在格雷厄姆掌门期间，从一家报社转变为一家名声大震的传媒通讯公司。

格雷厄姆死后，华盛顿邮报公司的控制权移交给了他的妻子凯瑟琳·格雷厄姆。尽管她没有管理大公司的经验，但她很快就因大胆处理公司难题而引人注目。格雷厄姆夫人的成功很大程度上可以归结为她对华盛顿邮报公司的真挚热爱，她亲眼目睹了父亲和丈夫怎样共同为公司的生存和发展而努力奋斗。凯瑟琳·格雷厄姆清醒地意识到，要想获得成功，公司就需要一位决策者而非保管员。“我很快认识到了事物不是静止不变的，你不得不进行决策。”对华盛顿邮报公司产生显著影响的两个决策是聘任本·布莱德雷担任该报的管理编辑和邀请巴菲特出任公司董事。布莱德雷支持凯瑟琳·格雷厄姆出版五角大楼文件并追踪报道水门事件的调查进展，从而使华盛顿邮报获得了不少新闻奖。这些“获奖新闻”给华盛顿邮报公司赢得了极高的声誉。而巴菲特则教会了凯瑟琳如何运转一家成功的企业。

巴菲特第一次结识凯瑟琳·格雷厄姆是在 1971 年。当时，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特拥有《纽约人》杂志出版公司的股票。听说该杂志可能要卖掉，巴菲特为此专门去询问凯瑟琳·格雷厄姆是否有兴趣购买。尽管这笔买卖最终没有成交，巴菲特却对华盛顿邮报公司产生了浓厚的兴趣。

大约就在那时，华盛顿邮报公司的财务结构正在进行重大改组。在格雷厄姆掌门期间，华盛顿邮报公司所有的有投票权的股票都掌握在格雷厄姆夫妇手中。格雷厄姆死后，凯瑟琳·格雷厄姆继承了公司的控制权。但其父则将手中成千上万的无投票权的股票赠给了几百名公司职员，以感谢他们的忠诚服务。他还用自己的股票建立了公司的利润分享计划。随着公司的日益繁荣，华盛顿邮报公司股价从五十年代的每股50美元暴涨到1971年的1,154美元。利润分享计划和职工个人持股要求公司为其股票维持一个交易市场。这种安排实际上是公司现金的一种非生产性使用。此外，格雷厄姆和麦约尔家族还面临着高昂的遗产税。

1971年，凯瑟琳·格雷厄姆决定让华盛顿邮报公司上市，以便缓解公司自身单独维持公司股票内部交易市场的负担和压力，并使家族继承人有能力为他们的财产找到盈利更高的投资方式。华盛顿邮报公司的股票分为A、B两种类型。持有A种股票的人选举公司董事会的主要成员。凯瑟琳·格雷厄姆持有50%的A种股票，可以有效地控制公司。B种股票的持有人选举公司董事会的次要成员。1971年6月，华盛顿邮报公司发行了1,354,000股B种股票。引人注目的是，两天后，凯瑟琳·格雷厄姆无视政府的威胁，授权本·布莱德雷出版五角大楼文件。

1972年，华盛顿邮报公司股票价格强劲攀升，从1月份的每股24.75美元上升到12月份的38美元。但是，尽管报业在不断发展，在华尔街上空却笼罩着低迷悲观的情绪。1973年初，道·琼斯工业指数开始下滑。到该年春天，下跌了一百多点。华盛顿邮报公司股票价格也随之下跌，到5月份，下跌至每股23美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街的经纪人被 IBM 公司搞得惊慌失措，该公司股票价格下跌已超过 69 个百分点，突破了它的 200 天移动平均数，预示着其余股票的凶兆。这对人们提出了警告。同一个月里，金价突破 100 美元一盎司，美国联邦储备银行把贴现率提高到 6%，道·琼斯指数再次下跌了 18 个点，是三年来下跌幅度最大的时期。6 月份，贴现率再次提高，道·琼斯工业指数跌破 900 点。然而，巴菲特此时却镇定自如，仍在购买华盛顿邮报公司股票。截至 6 月，他已投入 10,628,000 美元，以平均每股 22.75 美元的价格再次购买了该公司 467,159 股股票(见图 5.1)。

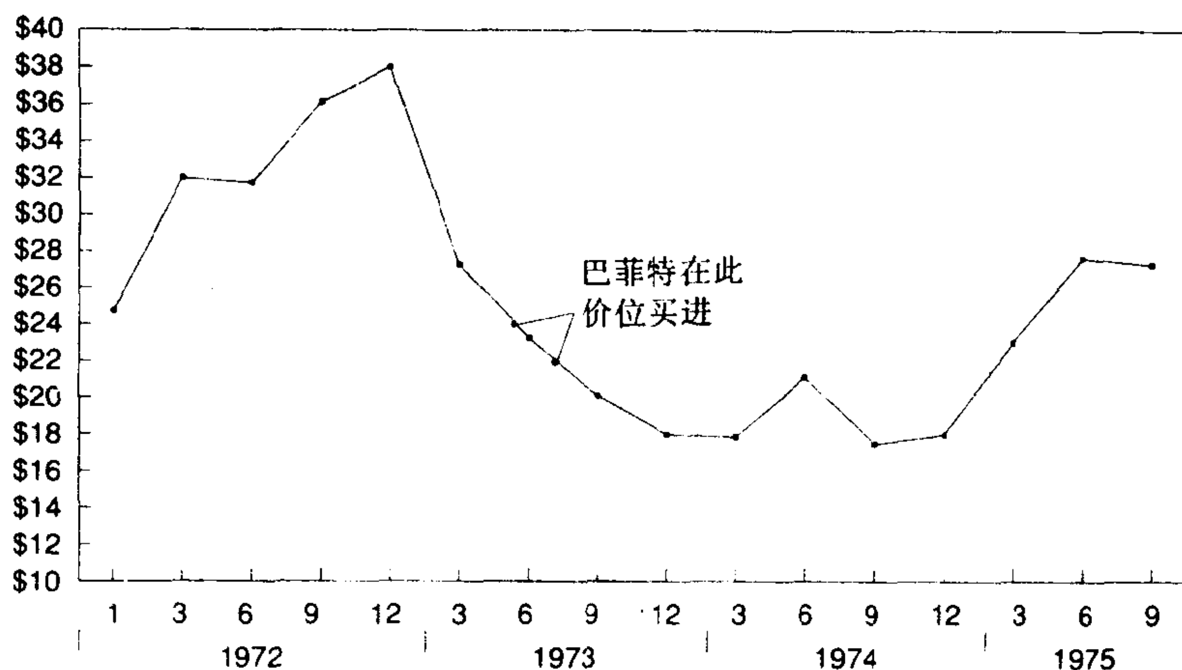


图 5.1 华盛顿邮报公司的每股市场价格(1972 年—1975 年)

现在，凯瑟琳的儿子，唐纳德·格雷厄姆继任公司事长并兼任总裁。唐纳德·格雷厄姆 1966 年以优异成绩毕业于哈佛大学，主修英国历史和文学。在校期间，他是校报《绯红》的编辑。毕业后服了两年兵役。由于意识到他最终将成为华盛顿邮报公司的首领，格雷厄姆决定先更好地熟悉一下这个城市。他走了一条不寻常的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道路，即加入了华盛顿市警署。在警校学习了4个月后，他成为一名巡警，在第九营区巡逻了十四个月。1971年，格雷厄姆以地铁记者的身份进入了华盛顿邮报公司。后来，他又以记者的身份在《新闻周刊》的洛杉矶分部工作了10个月。1974年，格雷厄姆回到《华盛顿邮报》担任体育版助理编辑。同年，他被增选为公司董事。

巴菲特1973年开始购买华盛顿邮报公司股票时，凯瑟琳·格雷厄姆最初心有顾忌。一个非家族成员拥有华盛顿邮报公司这么多股票，即使这些股票没有控制权，对她来说也是不安全的。巴菲特想让凯瑟琳·格雷厄姆确信他的购买纯粹是投资行为。为了让她放心，巴菲特建议全权委托她儿子唐纳德·格雷厄姆代理自己行使投票权。这招果然奏效。凯瑟琳·格雷厄姆立即做出反应，于1974年邀请巴菲特加入董事会，并且很快任命他为董事会财务委员会主席。

巴菲特在华盛顿邮报公司发挥了重要作用。他帮助凯瑟琳·格雷厄姆度过了七十年代的罢工狂潮，他还教给唐纳德·格雷厄姆很多商业知识，帮助他理解管理的作用及其对公司股东的责任。巴菲特在华盛顿邮报公司的影响可以从凯瑟琳和唐纳德采取的各种行为中管窥一斑。

唐纳德·格雷厄姆很清楚华盛顿邮报公司的主要目标。“我们将继续为股东的利益而管理公司”，他写道。“特别是长期股东，因为他们的眼光已经超越了季度甚至年度的成果。我们不能用收益多少或者控股公司的数量来评价我们的成功。”格雷厄姆发誓永远“积极地控制成本”和“规范现金的使用。”

准则：业务简单易懂

巴菲特的祖父曾经拥有一家内布拉斯加州西点市的报社并自任编辑。他祖母在报社帮忙并在家庭印刷厂负责制版。他父亲在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内布拉斯加州立大学求学期间，担任过《每日内布拉斯加人报》的编辑。巴菲特自己也曾经是《林肯日报》的分销管理员。人们普遍认为，如果巴菲特不从事商业，他肯定会从事报业。

1969 年，巴菲特购买了《奥马哈太阳报》，同时还有一系列周报。虽然巴菲特崇尚高质量的日报，但他始终认为报社首先是企业，报社的股东期待的报偿是利润而不是影响。拥有《奥马哈太阳报》使巴菲特认识到了报纸的商业活力。在他第一次买华盛顿邮报公司股份之前，他已具有了 4 年报纸运作的亲身经验。

准则：持续经营的历史

巴菲特告诉贝克夏·哈斯维公司的股东，他第一次接触华盛顿邮报公司时年仅 13 岁。当时他父亲在国会任职，他在《华盛顿邮报》找了份送报的差事，同时发送《华盛顿邮报》和《时代先驱报》。巴菲特曾风趣地说："早在菲利普·格雷厄姆购买《时代先驱报》之前我就已经把这两种报纸结合在一起了。"

很明显，巴菲特非常了解《华盛顿邮报》的发迹史。同时，他认为《新闻周刊》杂志很有潜力。他还很快认识到了该公司电视台的价值。华盛顿邮报公司因其传媒部门的显著业绩而连续几年被广为报道，知名度极高。巴菲特对该公司的亲身体验和该公司的成功历史使他确认华盛顿邮报公司是一家一贯可靠的企业。

准则：令人满意的长期发展前景

巴菲特在 1984 年写道，"一家著名报纸的经济状况，应该在顶尖报纸中也是出色的"。在美国大约1，700家报纸中，大约有 1，600 家没有直接的竞争对手。巴菲特指出，报社股东常常认为他们每年的丰厚利润是报纸经营质量高的结果。实际上，巴菲特认为，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三流报纸，如果在同一城市中仅此一家，也会创造出足够的利润。一家高质量的报纸确实会达到很高的渗透率，但即使是一家平庸的报纸，从它作为广告栏的意义来说对社会也是很重要的。城镇里的每家企业、每个房屋出售者、每个想从社会中获得信息的人，都需要借助报纸的发行来做到这一点。巴菲特确信，拥有一家报纸就像从市镇里的每个要做广告的企业那里获得了特许权一样。

报业除了特许权的质量外，还拥有值钱的经济商誉。巴菲特指出，报纸只有很低的资本需求，可以很容易地把销售收入变为利润。即使一家报纸安装了昂贵的计算机辅助印刷设备和新闻电子排版系统，它们也会很快通过较低的固定工资费来支付。报纸还能够相对容易地提高价格，因此可以产生高于平均水平的投资收益并降低通货膨胀的负面影响。巴菲特认为，一家典型的报纸，比如《今日美国》，即使其价格涨一倍，而同时仍可保持90%的读者。

准则：确定内在价值

1973年，华盛顿邮报公司股票市价总值是8000万美元，然而，巴菲特认为“大多数证券分析家、中介经纪人和基金管理人本该估计到华盛顿邮报公司的内在价值在4亿到5亿美元之间”。巴菲特是如何做出这一评估的呢？让我们用巴菲特的推理来考察一些数据吧。

我们从计算当年的股东收益（见第四章）开始。

净利润：	1330万美元
＋ 折旧和摊销：	370万美元
－ 资本性支出：	660万美元
＝ 1973年的股东收益：	1040万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们按无增长进行估价，把这些收益用美国政府长期债券利率(6.81%)去除，$P=\frac{1040}{6.81\%}=15272$(万美元)，即华盛顿邮报公司股票内在价值将达到1.5亿美元，大约是该公司市场价值的两倍，不过还没有达到巴菲特的估计。

巴菲特告诉我们，一段时间后，一家报纸的资本性支出将和折旧与摊销费相等。因此，净利润将和股东收益大体相等。认识到这一点，我们可以简单地用无风险利率去除净利润，$P=\frac{1335}{6.81\%}=$ 19603(万美元)，即华盛顿邮报公司股票的内在价值可以达到1.96亿美元。

如果我们到此止步，则前提假设是股东收益的增加将等于通货膨胀的上升。不过我们知道，报纸有非同寻常的价格操纵权，因为大多数报纸在它们的社区内是处于垄断地位的，它们可以用高于通货膨胀率的比率来提高价格。如果我们做出最后一个假设，即华盛顿邮报公司有能力抬高实际价格3个百分点，则该公司股票的内在价值将接近3.5亿美元。巴菲特还知道该公司目前税前经营利润率为10%，低于公司15%的历史平均水平，并且他知道凯瑟琳·格雷厄姆决心让华盛顿邮报公司再次达到历史平均水平。如果税前经营利润率提高到15%，该公司股票的内在价值将增加1.35亿美元，那么内在总价值就将是4.85亿美元。

准则：在有吸引力的价位买入

即使按该公司股票内在价值最保守的估算，也会显示出巴菲特是以少于其内在价值一半的价钱买进华盛顿邮报公司股票的。而巴菲特自己认为是以低于其内在价值四分之一的价钱购买的。不管怎么说，他是按华盛顿邮报公司股票内在价值显著的折扣价格买进的。巴菲特充分满足了本·格雷厄姆关于购买企业的准则，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即折价购买创造了一个安全的收益差额。

准则：权益资本收益率

巴菲特购买华盛顿邮报公司股票时，该公司的权益资本收益率是 15.7%。这是大多数报纸的平均收益率，只比标准普尔工业指数的平均权益资本收益率稍好。不过在以后五年中，华盛顿邮报公司的权益资本收益率翻了一番，是标准普尔工业指数的两倍，比报业平均数高出 50%。在以后的十年中，华盛顿邮报公司一直保持着独占鳌头的位置，1988 年，权益资本收益率高达 36.3%。

当你注意到该公司一直刻意地降低其负债时，你就会对这种高出平均水平的收益率留下深刻印象。1973 年，公司长期负债与股东权益比率为 37.2%，在报业中处于第二位。令人惊讶的是，到 1978 年，凯瑟琳·格雷厄姆将公司负债降低了 70%。1983 年，长期负债与股东权益比率低至 2.7%——是报业平均水平的十分之一。但华盛顿邮报公司获得了比同行高出 10%的权益资本收益率。1986 年，华盛顿邮报公司在投资了蜂窝电话系统并买下了大都会公司 53 条电缆系统后，负债一时高达 3.36 亿美元。不过公司在一年之内，又将负债消减至 1.55 亿美元，截至 1992 年，华盛顿邮报公司长期负债为 5100 万美元，长期负债与股东权益比率为 5.5%，而同业平均水平为 42.7%。

准则：经营利润率

华盛顿邮报公司上市六个月后，凯瑟琳·格雷厄姆接触了华尔街的证券分析家。她告诉他们，公司的第一任务就是要从日常经营中获得最大利润。电视台和《新闻周刊》两个部门的利润持续上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升，然而报纸的获利能力却停滞不前。格雷厄姆夫人解释说，大部分原因是高昂的生产成本，即职员的薪水。华盛顿邮报公司买下《时代先驱报》之后，公司利润开始上升。历史上每当工会组织罢工（1949 年，1958 年，1966 年，1968 年，1969 年），管理层都宁愿满足他们的要求，而不愿冒报社倒闭的风险。即使这样，在这期间，华盛顿特区仍然只有三家报纸。在整个五十至六十年代，不断提高职员薪水致使公司利润滑坡。格雷厄姆夫人告诉分析家们，这个问题在华盛顿邮报公司即将得到解决。

随着工会合同七十年代开始到期，格雷厄姆夫人把工会中的中坚分子作为劳资谈判对象。1974 年，公司挫败了由报业工会组织的罢工，经过长时间的谈判，与印刷工人签订了新合同。

格雷厄姆夫人对劳资合同的坚定立场在 1975 年的印刷工人罢工中渐趋成熟。这次罢工凶猛激烈，由于工人在罢工前捣毁了印刷厂，从而失去了对其罢工原因的同情。公司管理层亲自印刷。报业和印刷工会会员冲破了纠察队员组成的警戒线。四个月后，格雷厄姆夫人宣布公司将雇用非工会会员的印刷工人。公司最终取得了胜利。

七十年代初，华盛顿邮报公司最值得称道的是在获利能力评级方面获得了绅士 C 级。但税前经营利润率却有明显下降。1973 年，公司的税前经营利润率为 10.8%，而整个六十年代公司税前经营利润率平均为 15%。经过成功地对工会合同的再谈判，公司盈利状况明显改观。截至 1978 年，经营利润率已上升至 19.3%，五年内增长了 80%。巴菲特的预言实现了。至 1988 年，华盛顿邮报公司的税前经营利润率高达 31.8%，而报业平均水平为 16.9%，标准普尔工业指数平均水平只有 8.6%。虽然公司经营利润率在九十年代初有些下降，但是仍然比工业平均水平高出很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：管理者行为理性

华盛顿邮报公司为股东带来了高额的现金流。由于公司累积了大量的现金，远远超过了在主业中再投资的资金需求，因而管理当局面临两个选择：增加红利或者投资于新的投资机会。巴菲特倾向于把公司收入的剩余部分返还股东。在凯瑟琳·格雷厄姆任总裁期间，华盛顿邮报公司是在报业同行中第一个大量回购股票的公司。1975 年—1991 年期间，公司以平均每股 60 美元的价格回购了 43%的流通股(见图 5.2)。

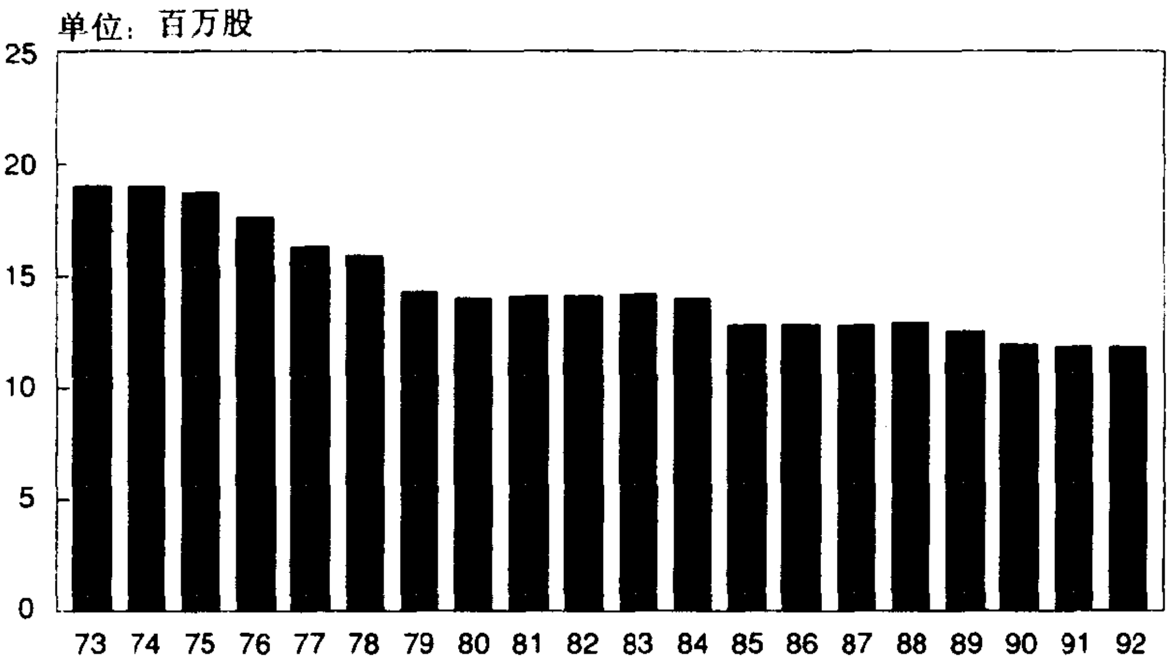


图 5.2 华盛顿邮报公司流通在外的普通股数量

华盛顿邮报公司还通过增加现金红利的方式把钱返还给股东。1990 年，面对大量现金储备，公司决定把红利从每股 1.84 美元提高到 4.00 美元，增长了 117%(见图 5.3)。

除了返还剩余现金外，华盛顿邮报公司也收购了几家利润比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

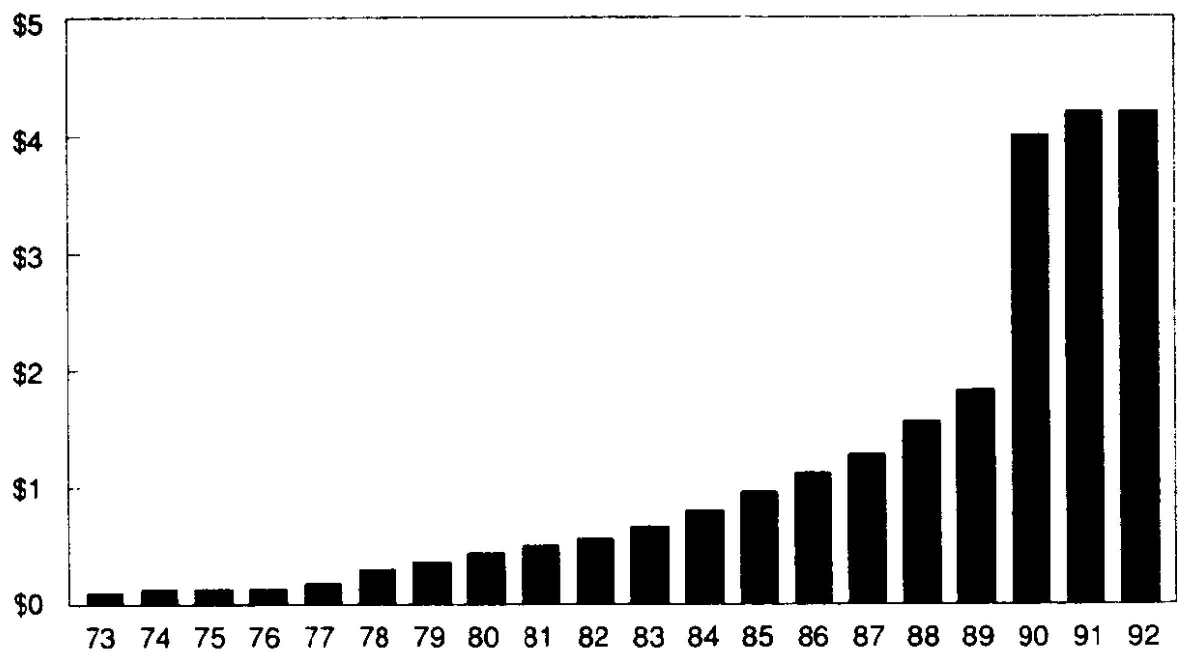


图 5.3 华盛顿邮报公司每股红利

较高的企业。例如，1986 年，从大都会公司手中购买了电缆公司的所有权，这又使大都会公司有能力收购美国广播公司（ABC）。华盛顿邮报公司还是蜂窝电话产业最早的投资者。1993 年，又买下了德克萨斯州的两家电视台。

唐纳德·格雷厄姆的目标是在有潜力的投资领域获得巨大的现金流。由于意识到有数不胜数的企业可供收购，格雷厄姆制定了一个特别的指导准则，从而可以面对投资机会从容地说“不”，而且他认为说“不”比说“是”更为重要。他需要的企业是有竞争壁垒，不需要过多的资本性支出，而且有合理调价的权力。更重要的是，他写道：“我们对我们了解的企业有很强的偏好。”如果可以选择的话，“我们更倾向于投资——系列大的赌注，而不是把我们的美元分散化。”格雷厄姆的收购很像巴菲特在贝克夏·哈斯维公司的投资战略。

九十年代初，报业经营环境发生了显著变化。1990 年，笼罩在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的经济衰退在大西洋中部地区尤为严重。那年，华盛顿邮报公司的收入和利润都显著下降。巴菲特对经济衰退同时在《布法罗新闻报》和《华盛顿邮报》产生的负面影响感到吃惊。他禁不住给自己提出了这样一个问题：这次衰退是一个可预测的经济周期的一部分，还是预示着对报业经营更具威胁的长期变化？

巴菲特总结说，报业从总体来说是一个可以一直保持高于平均收益水平的行业。不过，它们注定会变成比他自己或其他分析家早年预测的价值要小，因为报纸已经失去了价格弹性。早些年，当经济增长速度放慢、广告商们节省开支时，报纸还可以通过提高等级来保持获利能力。现在，报纸不再是垄断的了。广告商们可以找到更便宜的途径把信息传达给消费者，例如有线电视、直邮快递、报纸增刊插页。广告支出更为分散化，报纸的主导地位像早期的广告小贩一样被明显削弱了。

1991 年，巴菲特认识到报业获利能力的改变既代表着一种长期变化，同时也是暂时的周期性变化。巴菲特认为，“实际上，报纸、电视和杂志的经营权已经不再是经济行为中的特许经营权了，而是开始像一般企业一样运行。”周期性变化打击了短期收益，但并不会降低一家公司的内在价值。长期变化降低公司收益也降低内在价值。不过，巴菲特认为，华盛顿邮报公司的内在价值变化与其他传媒公司相比还算是中等的。原因有两方面：(1) 华盛顿邮报公司 5000 万美元的长期负债被 4 亿美元的现金储备大大抵消了。华盛顿邮报公司是报业中唯一的一家基本上没有负债的上市公司。(2) 华盛顿邮报公司的管理非常出色。

准则：一美元前提

巴菲特的目标是选择这样的公司：留存收益中的每一个美元都至少能转为成市场价值中的一美元，这个测试可以用来很快确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认这样的公司，即它们的管理人员一直能够最令人满意地对其资本进行分配和投资。如果留存收益投资到公司中去并且创造出高于平均水平的回报，则公司市值将相应会成比例地大幅上升。

从 1973 年到 1992 年，华盛顿邮报公司为其股东赚得 17.55 亿美元。在这些收益中，分给股东 2.99 亿美元，公司保留了 14.56 亿美元用于再投资。1973 年，华盛顿邮报公司的总市值只有 8000 万美元。此后，市值开始上升并达到27.1亿美元。(见表5.1)。

表 5.1 华盛顿邮报公司股票市值的变化(单位：百万美元)

	净收入	红利	留存收益	市场价值
1973	13.3	1.9	11.4	80.8
1974	14.4	2.4	12.0	81.3
1975	12.0	2.4	9.6	100.3
1976	24.5	2.2	22.3	219.8
1977	35.5	3.0	32.5	291.9
1978	49.7	4.8	44.9	369.9
1979	43.0	5.6	37.4	299.3
1980	34.3	6.2	28.1	316.3
1981	32.7	7.0	25.7	441.3
1982	52.4	7.9	44.5	780.8
1983	68.4	9.4	59.0	1038.0
1984	85.9	11.2	74.7	1122.6
1985	114.3	12.9	101.4	1522.6
1986	100.2	14.4	85.8	2000.9
1987	186.7	16.4	170.3	2402.0
1988	269.1	20.1	249.0	2710.9
1989	197.9	23.5	174.4	3515.1
1990	174.6	48.5	126.1	2348.5
1991	118.7	49.9	68.8	2301.3
1992	127.8	49.7	78.1	2710.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1973 年到 1992 年，公司股票市值增加了 26.3 亿美元。在这二十年里，华盛顿邮报公司的每一美元留存收益，为其股东创造了1.81美元的市值。

总　　结

巴菲特告诉我们，即使是三流报纸也可以赚得显著的利润。既然市场并未高标准要求报业，因此需要管理层自己约束自己。而且，只有管理层的高标准要求和能力才能使企业在与其他同类企业比较时使其收益率脱颖而出。1973 年，如果巴菲特对《甘尼特》、《骑士》、《纽约时报》、《时代奇迹》也像对华盛顿邮报公司一样都投资 1000 万美元，投资收益率也会在平均水平之上（见图 5.4），这反映出这个时期整个报业良好的经济状况。不过华盛顿邮报公司的股票市值超过同类企业 2～3 亿美元。巴菲特写道："与其他大部分传媒公司相比，凯瑟琳·格雷厄姆的管理决策更为卓越。"凯瑟琳·格雷厄姆明智地通过议价，大量回购了华盛顿邮报公司的股票，她还有勇气面对工会，降低费用，提高报社的内在价值。

这些年里，投资者通过购买华盛顿邮报公司股票，把股价推向了其内在价值，这显示出投资者对华盛顿邮报公司的共识。巴菲特总结说，贝克夏·哈斯维公司从投资华盛顿邮报公司中得到三点好处。第一，传媒企业在过去的二十年中得到迅猛发展；第二，该公司潜在内在价值的折扣已经逐渐变小；第三，该公司的每股价值由于股票回购已经上升得更快了。总之，股价的上涨实际上超过了公司内在价值的增加。

1985 年，当华盛顿邮报公司的市值为 15 亿美元时，巴菲特注意到公司每股价值的增长与其早期的增长率不匹配。随着股票市值接近 30 亿美元，这一点尤其明显。现在的传媒公司正在丧失它们特许经营类的经营质量，管理决策应该指引公司向前发展。华盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

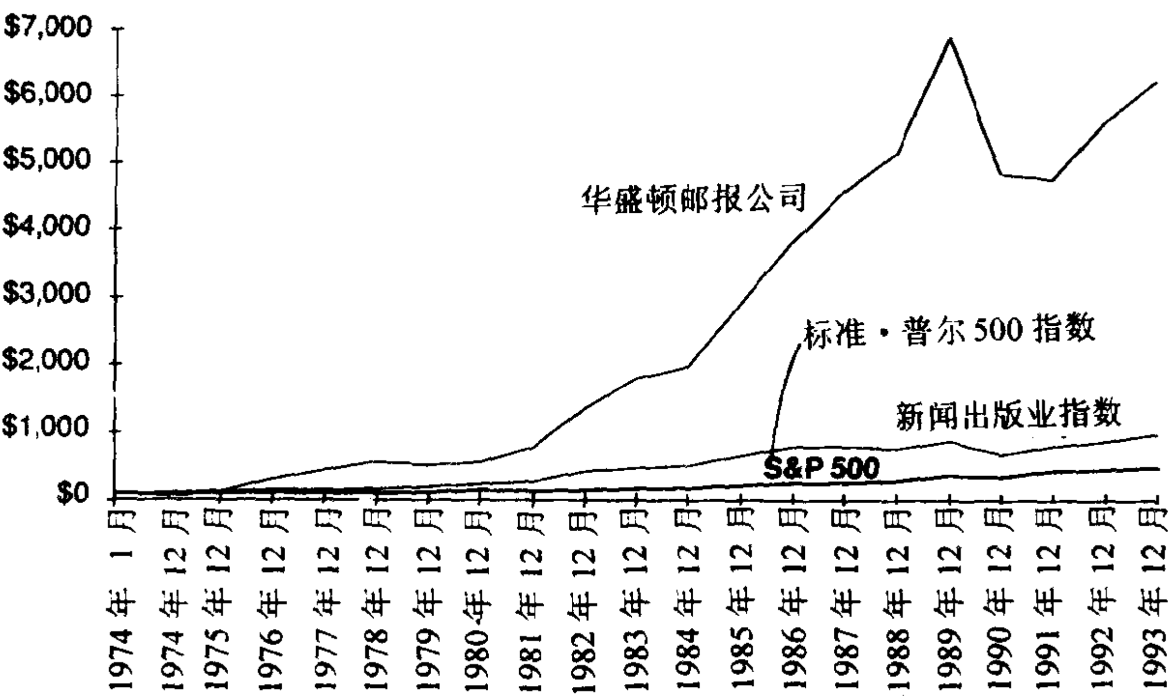


图 5.4 华盛顿邮报普通股价格与 S&P500 及新闻出版业指数比较

顿邮报公司的股东们应感到庆幸的是，凯瑟琳·格雷厄姆把公司定位得相当令人满意。它负债很少并且有一段积极控制成本的经历。另外，公司是站在股东角度考虑问题的。这些属性使华盛顿邮报公司在一个更具竞争性的经营环境中脱颖而出。

当大都会公司购买美国广播公司时，巴菲特被迫辞去了在华盛顿邮报公司董事会的职务。然而，他的影响已深深嵌入了该公司管理层及股东的经营哲学之中。

政府雇员保险公司

政府雇员保险公司是美国第七大汽车保险商，主要为政府雇员、军职人员等成稳重、谨慎的人提供汽车、住房以及财产、意外伤亡保险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府雇员保险公司创建于1936年，创建人雷奥·古德温是圣·安托尼奥保险公司的保险会计师。古德温的想法是组建一家专门为风险较高的汽车驾驶员提供保险的保险公司，并且直接通过邮寄而不是通过保险代理商来出售保险。因为古德温发现，尽管汽车事故比较频繁，但政府雇员作为一个整体，驾驶汽车发出事的概率要比其他人低得多。他还了解到，采用把保险单直接邮寄给驾驶员的方式，可以省掉与保险代理商有关的费用，而这种费用常常花掉保险费的10%～25%。古德温设想，如果以谨慎驾车的人为保险服务对象，并且把直邮保险单节省的代理费用也算在内，就找到了一条保险经营成功之路。

古德温邀请德克萨斯州福特沃奇市的里夫奇·雷阿作合伙人，古德温投资了25,000美元，拥有25%的股份；雷阿投资了75,000美元，拥有75%的股份。1948年，公司从德克萨斯州迁移到华盛顿特区。同年，雷阿家族决定出售自己在公司的股份。雷阿请巴尔的摩市的债券经销商罗里莫·戴维逊帮助他卖掉股份。戴维逊又邀请华盛顿特区的律师戴维·克里格帮他寻找买主。克里格找到了格雷厄姆-纽曼投资公司。本·格雷厄姆决定花720,000美元买下雷阿的一半股份，剩下的一半由克里格和戴维逊买下。美国证券交易委员会强迫格雷厄姆-纽曼公司把政府雇员保险公司股份的持有份额降到10%，因为格雷厄姆-纽曼公司是一个投资基金，必须遵守《投资公司法》的规定。因此，格雷厄姆把政府雇员保险公司的股份分转让给基金公司的雇员。几年后，当政府雇员保险公司发展成为一个拥有十几亿美元资产的公司时，格雷厄姆-纽曼投资公司中持有政府雇员保险公司股票的每个人也因此成了百万富翁。

罗里莫·戴维逊在古德温的邀请下，加入了政府雇员保险公司的管理层。1958年，又升任为董事长，这一职务一直担任到1970年。这期间，董事会采用新的发展战略，把公司的汽车保险业务对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象扩展到管理人员、技术人员及行政人员。政府雇员保险公司在汽车保险业务中的市场份额从当初的15%扩展到50%。新战略获得了巨大成功。因为这些新客户也都是谨慎驾驶的人。

60年代是政府雇员保险公司的黄金时代。从1960年到1970年，保险业管理者对政府雇员保险公司的成功非常惊讶，股东也看到他们的股票价格一路暴涨。公司的保险费收入与盈余比率超过5∶1。通常，这项比率不能超过3∶1。因为保险业管理者对政府雇员保险公司深刻印象，特准它超过这项保险行业的平均比率。

六十年代末，政府雇员保险公司的运气开始变坏。1969年，公司宣称它当年的1000万美元储备金偏低。因此，公司不但没有盈利250万美元，实际上出现了亏损。第二年收入调整时，公司又低报了2500万美元储备。因此，七十年代，公司实际上发生了灾难性的亏损。

保险公司从保险单持有者处得到的收入称为保险费收入。从这些保险费收入中，公司承诺为当年的汽车驾驶员提供保险。保险公司成本包括保险费支出(这是投保司机的权利要求)和管理费用。这些总成本不仅要反映当年支付，还应估计将要支付的数目。这些估计值按顺序分为两个项目："权利要求的成本和费用"，这是公司预计当年要支付的，还有"储备调整"，积蓄起来补充早年低估的储备。由于诉讼，一些保险权利要求可能几年都得不到解决，并且常常因为法律和医疗费用而支付大量现金。政府雇员保险公司面临的问题不仅在于它已签发的保险单所导致的亏损，而且它对早年储备的估计也是不正确的。

1970年，戴维逊退休，董事长职位由戴维·克里格继任。公司日常经营则由公司总裁兼首席执行官诺曼·吉登负责，以后发生的一些事情显示了政府雇员保险公司1969年和1970年建立的储备基金与其经营状况不相适应。从1970年到1974年，公司的汽车保险单数量年增长率达到11%，而1965年—1970年，年平均增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率仅为 7%。此外，1972 年，公司还实施了一项开销巨大而且雄心勃勃的分散管理计划，相应要求公司在办公地点、计算机设备以及人事方面投入巨资。

1973 年，由于面临激烈竞争，政府雇员保险公司相应调整了经营战略，降低了保险人适宜条件的标准，从而扩大公司在汽车保险业务市场的份额。现在，在公司投保的汽车驾驶员包括了兰领工人和 21 岁以下的司机，这是两个增长迅速的群体。经营战略的变化，与美国 1973 年加强价格控制同时发生。不久，汽车修理和医疗费用暴涨。

1974 年第四季度，政府雇员保险公司的保险业务开始出现亏损。这一年，公司报告了 600 万美元的亏损，这是政府雇员保险公司 28 年来的首次亏损。令人吃惊的是，公司当年的保险费收入与盈余比率仍为 5∶1。1975 年第二季度，公司报告了更多的亏损，并宣布取消每股 0.8 美元的现金红利分配计划。吉登聘请了米利曼-罗伯森咨询公司为公司提出如何制止下滑的建议。研究结果并不乐观。咨询人员认为，公司储备少提了 3500 万到 7000 万美元，需要注入资本才能维持生存。董事会采纳了该咨询公司的研究结果并向股东宣布。此外，董事会预计 1975 年的亏损将达到惊人的1.4 亿美元（实际结果是 1.26 亿美元）。股东和保险业经理人员对此瞠目结舌。

1972 年，政府雇员保险公司的股票价格上升到历史最高点——每股 61 美元（见图 5.5）。到 1973 年，股价跌了一半。1974 年，股价继续下跌至 10 美元。1975 年，当董事会宣布预计出现亏损时，股票再次下跌至 7 美元。一些股东以欺诈罪起诉公司经理层。而经理层则辩解说，通货膨胀和令人难以容忍的法律费用与医疗成本造成了公司的不幸。但这些理由说服力不强，因为所有保险商都面临这些问题。政府雇员保险公司的问题在于，它从原来只为谨慎的驾驶员提供保险的成功战略走得太远了。而且，它不再控制公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司费用支出。随着公司扩展投保司机的名单，原来估计保费支出的假设在满足实际保费支出要求方面出现了灾难性的不足。同时，公司低估保险损失的同时，又增加了固定费用支出。

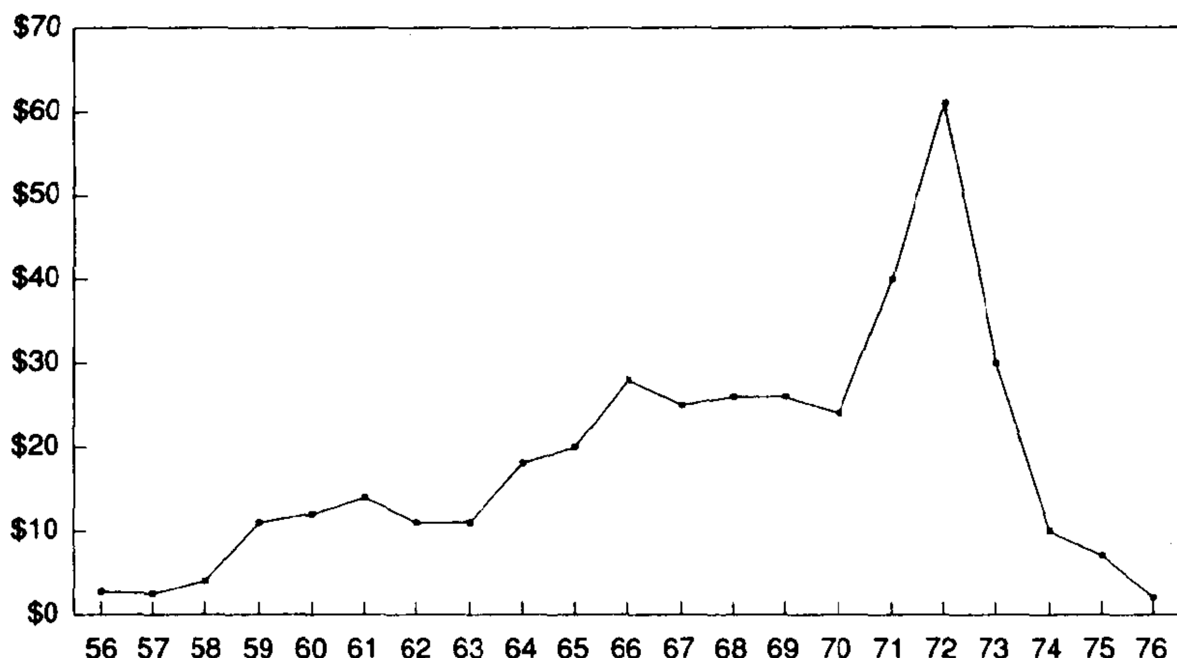


图 5.5 1956 年—1976 年期间政府雇员保险公司股票市价

在 1976 年 3 月的公司股东年会上，吉登建议换个总裁也许会更好地处理公司的难题。他宣布公司董事会已指定一个委员会物色新的总裁人选。此时，公司股票价格仍在下跌。从每股 5 美元向更低点下滑。

1976 年股东年会结束后，公司董事会宣布，由旅行者公司 43 岁的市场部负责人约翰·拜伦担任政府雇员保险公司的新总裁。拜伦受命后不久，宣布发行 7600 万优先股。股东此时已丧失信心，股价跌至每股 2 美元。在这期间，巴菲特却不露身色地购进政府雇员保险公司的股票。当政府雇员保险公司接近破产边缘时，巴菲特已向该公司投资了 410 万美元，以平均每股 3.18 美元的价格共购买了 1,294,308 股政府雇员保险公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：业务简明易懂

巴菲特早在1950年在哥伦比亚大学读书时，就注意到他崇拜的老师本·格雷厄姆是政府雇员保险公司的董事。此事激发了巴菲特的好奇心。于是某个周末，巴菲特特地到华盛顿特区拜访该公司。他敲开了公司的大门，由一位看门人领了进去，引荐他拜见当天唯一在办公室的经理——罗里莫·戴维逊。巴菲特询问了很多问题，戴维逊花了五个小时给巴菲特讲述了政府雇员保险公司的特点。如果费雪耳闻了这些介绍也会留下深刻印象。

后来，当巴菲特返回奥马哈他父亲的经纪公司时，他向经纪公司的客户推荐政府雇员保险公司股票。他自己身体力行，在政府雇员保险公司股票上投资了1万美元，大约是他当时收入的2/3。但许多投资者并不理会了巴菲特的建议。奥马哈市的保险代理商们也向巴菲特的父亲抱怨说他儿子正在促销一个“无人代理”的保险公司股票。受到挫折的巴菲特一年后卖掉了他手中的政府雇员保险公司股票，获得了50%的收益。此后，一直到1976年，他才再次购买该公司股票。

巴菲特继续大胆地向他的客户推荐保险公司股票。他以3倍于收益的价格买下了堪萨斯城人寿保险公司的股票。他还将马萨诸塞州人寿保险公司的股票加入到贝克夏·哈斯维公司的证券组合之中。1967年，他又买下了国民保障公司的控股权。在以后的十年里，杰克·林沃特向巴菲特介绍了保险公司的运行机制。对巴菲特来说，这些经验比其他任何经验都重要，它帮助巴菲特了解了保险公司是如何赚钱的。它还使巴菲特信心百倍地购买了政府雇员保险公司的股票，而不管其财务状况多么糟糕。

除了在政府雇员保险公司的普通股投入了410万美元外，巴菲特还在该公司的可转换优先股上投资了1940万美元。两年后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在政府雇员保险公司共投资了 4700 万美元，以平均每股 6.67 美元的价格买下该公司 720 万股股票。巴菲特已持有该公司 33%的股份。1980 年，巴菲特在政府雇员保险公司的投资增值了 123%。按市值已是 1.05 亿美元，政府雇员保险公司成为巴菲特当时持股最大的公司。

准则：持续经营的历史

对于巴菲特在政府雇员保险公司的投资决策，我们的第一反应可能认为巴菲特违反了他的持续经营的准则。很明显，政府雇员保险公司的经营在 1975 年—1976 年之间是不连续的。拜伦成为公司总裁后，采取了新政策。但巴菲特认为，所谓“转变”其实并没有发生多少实质性的改变。那么我们如何解释巴菲特投资政府雇员保险公司股票的行为呢？

拜伦重新定位了政府雇员保险公司，使它再次加入了保险业务领域的竞争。不过更重要的是，巴菲特认为，政府雇员保险公司并未死亡，只是受伤了。它提供的低成本、无代理商的保险特许经营权仍旧完好无损。而且，在汽车保险市场上，仍有以安全为重的驾驶员，这些客户可以为公司提供利润。在价格上，政府雇员保险公司一直可以打败竞争者。几十年来，政府雇员保险公司不断利用其竞争优势，为股东赚取了大量利润。巴菲特认为，政府雇员保险公司的这些竞争优势仍然存在。公司七十年代的困境与其特许经营权的减少无关。而且公司的经营和财务困境已经有所缓解。公司仍然值一大笔钱，因为它的特许经营并未受损。

准则：令人满意的长期发展前景

虽然汽车保险是一个普通服务，但巴菲持认为，如果一个企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有持续和广泛的成本优势，就可以赚钱。这个描述对政府雇员保险公司是再恰当不过了。我们知道，企业管理层是经营成功很关键的因素。自从巴菲特投资政府雇员保险公司以来，该公司的管理层已证明了公司的确具有竞争优势。

准则：坦诚

约翰·拜伦 1976 年接管政府雇员保险公司时，他尽力使保险业的管理者和竞争对手相信，如果政府雇员保险公司破产了，对整个保险业来说都是坏事。他关于挽救公司的计划主要包括 (1)增资；(2)将一部分业务在其他保险公司进行再保险；(3)积极降低成本，目的在于恢复公司的盈利能力。

拜伦在他上任的头一年关闭了 100 个办公室，把职员人数从 7,000 人裁减到 4,000 人，保险业务则扩展到新泽西州和马萨诸塞州。拜伦告诉新泽西州的保险管理当局，他不想更新政府雇员保险公司在该州的 25 万份保险单，这些保险单一年花掉了公司 3000 万美元。接着，拜伦还摒弃了允许保单持有人不提供近期情况就更新投保的计算机系统。当拜伦实施这项措施时，他发现公司在更新保单时价格定低了 9%。当公司对这些保单重新定价时，40 万保单持有人决定不再继续在政府雇员保险公司投保。总之，拜伦实施其政策措施后，保单持有人从 270 万降至 150 万。在全美最大的保险商排名中，政府雇员保险公司从 1975 年的第 18 位降至一年后的第 31 位。尽管公司保险业务量下降，但在 1976 年亏损1.26 亿美元之后，1977 年盈利 5860 万美元。也就是说，拜伦上任仅 1 年即扭亏为盈。

很明显，政府雇员保险公司戏剧性的起死回生应归功于拜伦，正是拜伦对公司费用坚定和严格的约束，才支撑了政府雇员保险公司几年来的恢复。拜伦告诉股东，公司一定会回到它的第一准则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上来:成为低成本的保险服务提供者。他的报告详细阐述了公司是如何连续降低成本的。甚至在 1981 年,当政府雇员保险公司成为美国第七大汽车保险商时,拜伦和其他两个高级行政人员还共用一个秘书。他夸耀公司是如何从早先每个职员为 250 份保险单提供服务上升至 378 份。巴菲特诙谐地说:“拜伦像一个养鸡的农夫,他把一个驼鸟蛋放在鸡房,然后说,‘女士们,这就是竞争的结果。’”

拜伦连续几年高兴地报告公司的成功进展,当出现坏消息时,他也同样向股东坦诚直言。1985 年,公司再次出现亏损,陷入了暂时的困难境地。在公司第一季度报告中,拜伦把“公司的困难比作一名飞机驾驶员告诉他的乘客,‘坏消息是我们迷路了,不过好消息是我们赢得了时间’”。公司很快稳住了阵脚,下一年又开始盈利。不过,同样重要的是,公司由此赢得了对股东诚实的好名声。

虽然拜伦 1986 年从政府雇员保险公司辞职,去了消防队员基金,但该公司报告诚实的名声仍然持续至今。1991 年,公司获得了《华盛顿邮报》的“名符其实”奖。该报称赞道,“董事长比尔·辛德和副董事长劳·辛普森给股东们提供了一个不掺假的有关公司盈利状况的报告。”

准则:惯例驱使

保险公司可以用两种方法盈利:(1)通过发行保险单盈利,即保险业务盈利,(2)把保险费收入精明地投资到高利润的地方,即投资业务盈利。通常,当金融市场能提供高回报时,保险业务盈利就会低于投资业务盈利,此时,保险公司往往会折价卖掉保单,以便获得更多的资金用于投资。投资业务盈利在保险公司利润中占有很大的比例。

路易斯·辛普森是政府雇员保险公司的执行主管之一,负责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的资本运营。辛普森在普林斯顿大学获得经济学硕士学位。留校执教了一段时间后，离职到斯坦·罗-法恩汉姆投资公司任职。1969 年，他加盟西方资产管理公司，担任该公司总裁兼首席执行官。1979 年，进入政府雇员保险公司。当巴菲特和拜伦一道会见辛普森时，巴菲特对他的独立性格和态度印象颇深。“他有着适合投资工作的理想气质”，巴菲特说，“他不会从按照或违背大家意志的运作中得到特别的兴趣。他喜欢按自己的意志办事。”巴菲特本能地感到辛普森有着抛弃惯例、避免不加思考的模仿所必须的性格。

辛普森为政府雇员保险公司建立了一套投资规范。第一条规范是“独立思考”。辛普森对华尔街的传统格言表示怀疑，他在摸索自己的座右铭。像巴菲特一样，他对每天的报刊杂志、公司年报无所不读。他坚信在接受了基本的金融培训后，投资管理人最重要的工作就是坚持阅读博览直到想法具体化。辛普森常常搜索好的想法，但却拒绝大多数经纪人、分析家公开提出的建议。一位政府雇员保险公司的前任董事评价说“辛普森是一个安静的家伙。在现代化的社会里，人们往往宁愿在电话中交谈而不愿做基础调研工作。但辛普森做基础工作，”

辛普森为政府雇员保险公司设置的第二条投资规范是“投资于高回报率的企业”。辛普森致力于寻找获利能力持续高于平均的公司，然后，他会登门拜访这些公司的管理层，以确定经理们优先考虑是使股东权益价值最大化还是扩大公司的统治范围。辛普森需要这样的管理人员：他们在自己所管理的公司内有着显著的投资利害关系，能直接与公司股东进行沟通，并像合伙人一样对待股东。最后，他会询问管理层是否愿意把不盈利的业务分立，并用多余的资金回购股票。

政府雇员保险公司的第三条投资规范是“即使对一个出色的企业也只支付合理的购买价格。”辛普森是一位很有耐心的投资者。他喜欢等待，直到企业价格变得有吸引力。辛普森坦言，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是世界上最伟大的企业，如果其价格高得惊人，购买这种公司的股票也是一个糟糕的投资。

第四条投资规范是“进行长期投资”。辛普森并不关注股票市场每日行情，也从不试图预言短期市场趋势。他写道，“在很多方面，股票市场像天气。如果你不喜欢现在的天气情况，你所能做的就是等待。”

最后一条投资规范是“不要过分多样化”。辛普森指出，一个广泛多样化的投资组合只会带来平庸的效果。他承认，他同巴菲特的会谈使他更坚定了这一思想。辛普森的做法是集中持股。1991 年，政府雇员保险公司的 8 亿美元股权投资组合中只有八种股票。

从辛普森 1979 年走马上任以来，一直到 1989 年，辛普森的股权投资组合获得了年均 26.1%的回报率，而同期标准·普尔 500 种股票指数为 17.4%。1990 年以来，政府雇员保险公司的股权投资组合达到了年均 16.5%的回报率，而同期标准·普尔 500 种股票指数只有 10.8%。辛普森还使政府雇员保险公司的投资组合脱离了垃圾债券和高风险的房地产股票。当其他保险公司的投资负责人按惯例行事并使得其公司净值处于风险状态时，辛普森却由于投资谨慎而为其股东获得了高于平均水平的回报率。巴菲特评论说，“路易斯·辛普森是灾害和财产保险业中最好的投资管理者。”

准则：管理者行为理性

拜伦和他的继任者辛德，以及辛普森在政府雇员保险公司执政期间，管理行为都相当理性。拜伦接手政府雇员保险公司时，把公司战略定位在有控制的增长上，公司将以较慢速度增长。拜伦认为这样做更有利可图。因为这样一来，公司可以仔细监视亏损与费用，而不是以失去财务控制为代价来获得两倍的速度增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，辛普森投资的成功已经提供了更多的资本盈余，远远超过了预计要弥补的亏损。一个用于衡量管理层制定理性决策的能力及对股东忠诚程度的指标，是看其是否更愿意增加现金红利或回购股票，而不是不必要地扩大企业规模。

1983年，公司的现金投资已很难获得更高利润，管理层决定通过回购股票把现金返回给股东。辛普森说："对于收购，我们的标准定得很高。同时，我们愿意支付的价格确很低。"从1983年开始，政府雇员保险公司在股票分割的基础上已经回购了3000万股公司股票，使公司流通股份总数减少了30%（见图5.6）。

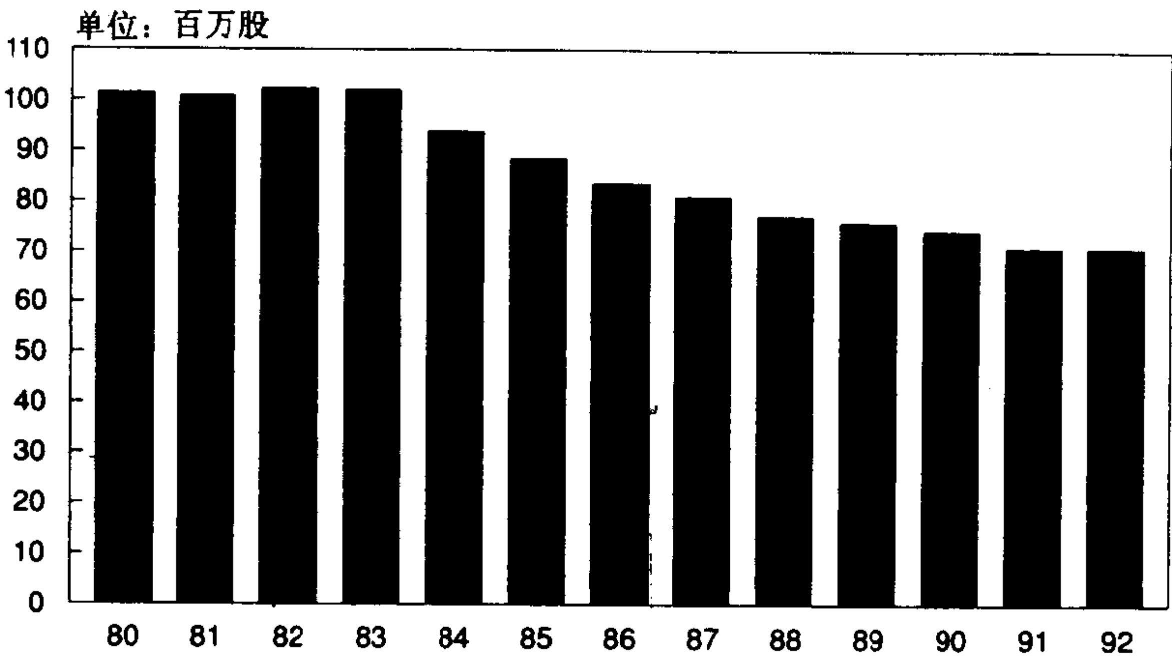


图5.6　政府雇员保险公司流通在外的普通股数量

除了回购股票，政府雇员保险公司还慷慨地增加了现金红利。1980年，公司股票分割后的现金红利为每股0.09美元（见图5.7）。1992年，上升到每股0.6美元。从1980年开始，政府雇员保险公司以21%的年增长率增加付给股东的现金红利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

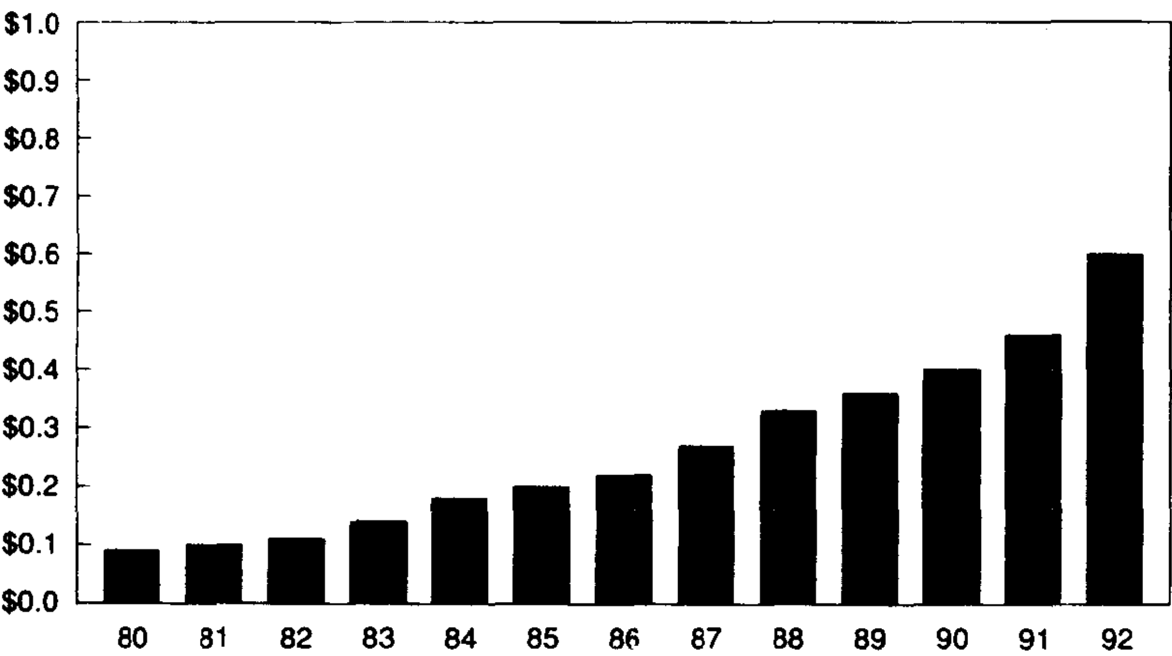


图 5.7 政府雇员保险公司每股红利

准则：权益资本收益率

1982 年以来，政府雇员保险公司的权益资本收益率平均为 21.2%，是行业平均水平的两倍。九十年代初，由于权益资本增长大于利润，使得权益资本收益率下降了。因此，采用增加现金红利和回购股票的策略在财务上的部分目的就是要降低股权比例以保持一个适当的权益资本收益率。

尽管政府雇员保险公司最近的权益资本收益率有所降低，但一直比其他财产与灾害保险公司高得多。1980 年，政府雇员保险公司的权益资本收益率为 30.8%，几乎是同行业平均水平的两倍。虽然政府雇员保险公司权益资本收益率在 1984 年和 1988 年下降，仍继续超过行业平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：经营利润率

投资者可以用不同的方法来衡量保险公司的获利能力。税前经营利润率是最好的尺度之一。在过去十年里，政府雇员保险公司的平均税前经营利润率在同行业中一直是最稳定的（伴随着最低的标准方差）。

政府雇员保险公司非常关注费用支出，把费用支出和确定保险责任紧密联系在一起。公司费用与保险费收入之比平均为15%，是同行业平均水平的一半（见附录中的表 A.18）。这个比率部分反映了保险代理商的费用，因为政府雇员保险公司没有保险代理，因此，不必支付这笔费用。

政府雇员保险公司的公司费用和保险费亏损的联合比率（见附录中表 1.19）明显高出行业平均水平。从 1977 年到 1992 年，同行业这一比率的平均水平只在 1977 年超过了政府雇员保险公司。从那以后，政府雇员保险公司的联合比率年平均为 97.1%，高出同行业平均水平十几个百分点。政府雇员保险公司历史上只出现过两次保险费亏损，一次在 1985 年，另一次是在 1992 年。1992 年的亏损很大程度上是因为当年的自然灾害频繁而又严重。如果没有安德鲁飓风和其他暴风雨，政府雇员保险公司的联合比率可以达到 93.8%。

准则：确定内在价值

巴菲特开始买进政府雇员保险公司股票时，该公司已经接近破产边缘。但是巴菲特认为，政府雇员保险公司仍值一大笔钱，因为该公司有保险业务特许经营权。由于公司没有利润，不宜采用贴现现金流估价法。即使政府雇员保险公司有着非常不确定的未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流，巴菲特仍坚信该公司能够度过难关，走上盈利之路。那么在什么时候投资、投资多少呢？

1980 年，巴菲特持有政府雇员保险公司三分之一的股票，投资总额达到 4700 万美元。当时政府雇员保险公司股票的市场价值为 2.96 亿美元。巴菲特估计投资该公司仍具有安全收益。1980 年，公司收入 7.05 亿美元，净赚 6000 万美元。巴菲特按持股份额应分得 2000 万美元利润。按巴菲特的说法，“在一家具有一流经济性质和美好前景的企业获得相似的 2000 万美元利润最少需要投入 2 亿美元。”如果买的是控股权，投入会更多。

即使这样，巴菲特的 2 亿美元假设也是很现实的。假设政府雇员保险公司可以不追加任何资本而能持续获得 6000 万美元的利润，则按当时三十年期美国政府债券 12%的到期收益率来贴现，政府雇员保险公司的内在价值将是 5 亿美元，几乎是它 1980 年市值的两倍。如果公司能以 2%的实际速度或未扣除通货膨胀影响的 15%的速度提高其获利能力，则公司的内在价值将增至 6.66 亿美元，而巴菲特投在该公司股票上的价值相应为 2.22 亿美元。换句话说，1980 年，政府雇员保险公司股票的市值还不到其获利能力贴现后的内在价值的一半。

准则：一美元前提

从 1980 年开始，政府雇员保险公司股票市值已从 2.96 亿美元上涨到了 1992 年的 46 亿美元（见表 5.2），增加了 43 亿美元。在这十三年中，政府雇员保险公司赚了 17 亿美元。给股东派发了 2.8 亿美元现金红利，保留了 14 亿美元用于再投资。因此，公司对所保留的每一美元，为股东创造了 3.12 美元的市值。这一财务业绩不仅展示了政府雇员保险公司高超的管理水平和强有力的市场地位，也表明了政府雇员保险公司具有优良的再投资能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.2　政府雇员保险公司股票市值变化(单位:百万美元)

	净收入	红利	留存收益	市场价值
1980	59.6	9.7	49.9	296.3
1981	64.4	10.3	54.1	559.0
1982	77.5	11.3	66.2	879.7
1983	94.8	15.0	79.8	1185.3
1984	100.4	17.1	83.3	1088.4
1985	77.6	18.2	59.4	1539.6
1986	119.3	18.5	100.8	1646.5
1987	150.2	22.4	127.8	1790.0
1988	134.4	25.7	108.7	1914.6
1989	213.1	27.5	185.6	2314.3
1990	208.4	30.1	178.3	2407.7
1991	196.4	32.6	163.8	2827.6
1992	172.7	42.4	130.3	4627.0

政府雇员保险公司骄人业绩的还进一步表现在:1980 年,政府雇员保险公司每一美元投资(不包括红利)上涨到了 1992 年的 27.89 美元。按复利计算的年收益率高达 29.2%,比同期同行业平均 8.9%的收益水平和标准·普尔 500 种股票指数的收益水平高出一大截(见图 5.8)。

总　　结

1986 年,董事长兼首席执行官辛德宣布提前一年退休。他和拜伦决定合伙成立一家新的保险公司。他们买下了政府雇员保险公司下属的两个子公司:田纳西州的百星保险公司和乔治亚州亚特兰大市的南方遗产保险公司。这二家公司的保险金收入总额为 3800 万美元。政府雇员保险公司董事会任命托尼·莱斯尼和辛普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

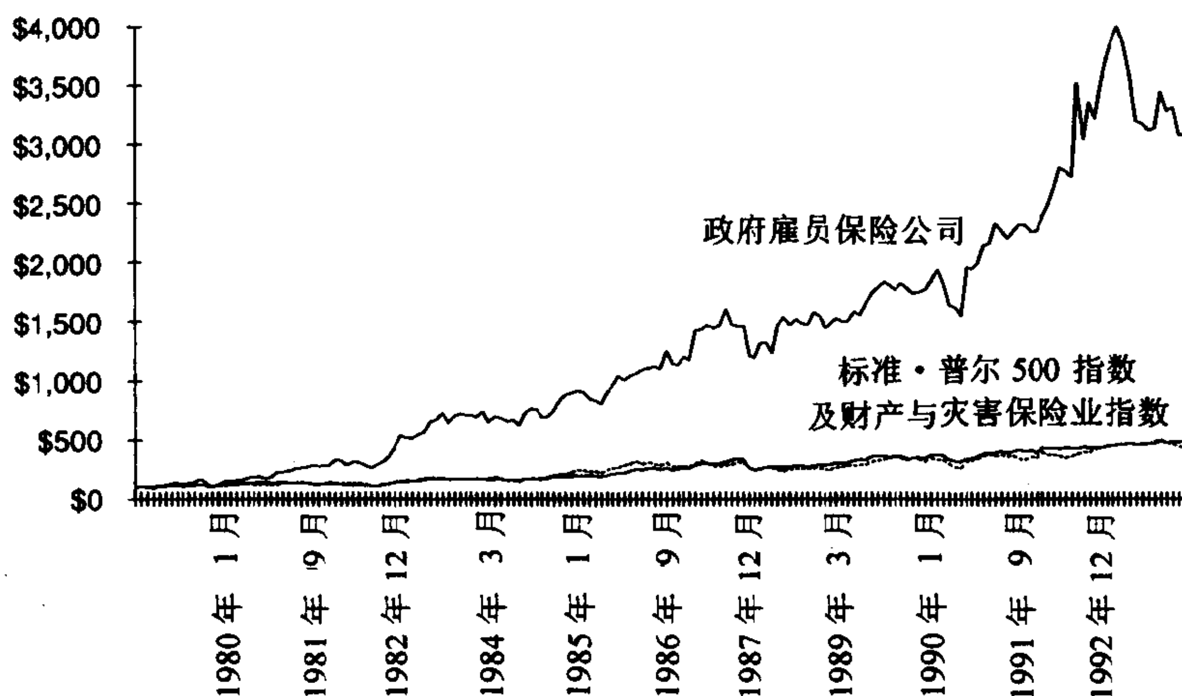


图 5.8 股票价格比较——政府雇员保险公司与 S&P500 指数及财产与灾害保险业指数

森担任公司的执行官。莱斯尼负责公司的保险业务，而辛普森则继续负责公司的资本业务。

政府雇员保险公司在不要保险代理、低成本经营的保险业务方面的特许经营地位继续巩固。公司控制成本费用的座右铭已具体体现在公司文化之中。辛普森杰出的投资业绩表明政府雇员保险公司的投资组合恰到好处，公司还赢得了善待股东的美名。这些优势组合在一起，使政府雇员保险公司被《福布斯》杂志在其“美国工业年度报告”中评为“九十年代的保险公司”。

巴菲特在政府雇员保险公司中的投票权也发挥着日益重要的作用，在政府雇员保险公司中的地位稳步上升。巴菲特目前拥有该公司 48%的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大都会/美国广播公司

大都会/美国广播公司是一家市场价值110亿美元的传媒通信企业，拥有和经营电视和广播网、电视台和广播电台，并为有线节目制作和生产录相片。此外，公司还出版报纸、商品导购指南和各种各样的商业和专业性的期刊杂志和书籍。

大都会经营的美国广播公司电视网下属28家电视台，覆盖99.9%的美国家庭，而美国广播公司广播网为3,175多家广播电台服务。大都会为电视、电台网支付节目制作费或直接购买节目。而收入则来自向广告商出售电视、电台的商业广告节目时间。

大都会拥有8家电视台、9家AM(调幅)广播电台和8家调频广播电台。公司所有的电视台都与美国广播公司电视网相连，公司17家广播电台中有14家也与美国广播公司广播网相连。

大都会下属的录相公司积极投入生产和提供有线节目的活动。大都会拥有ESPN80%的股份，ESPN是美国主要的有线体育节目网，也是全美最大的有线网。ESPN在美国国内覆盖6100万家庭，并且能传至75个国家和地区的3400万家庭。大都会还拥有艺术娱乐有线节目网37.5%的股份(该网提供文化娱乐方面的节目)以及有线节目网《生活时光》三分之一的股份(该网提供妇女生活时尚及保健节目)。此外，大都会还在德国、法国和西班牙的电视戏剧制作公司中拥有一定的股权。

大都会在美国12个州出版8种日报、75种周报，还有56种商品导购指南以及房地产方面的杂志。专业性出版机构包括农业出版社、丘顿出版社、漂亮小孩出版社，以及金融服务和医学出版社，出版的杂志包括著名的《机构投资者》和《医药新闻》。

大都会的销售和收入状况分广播和出版二部分公告。1992

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，公司广播业务收入为42亿美元（包括上网节目、广播电视和录相节目），利润为1.36亿美元。出版业务收入11亿美元，利润为1.36亿美元。1992年，大都会公司业务总收入为53亿美元，经营利润总额为7.55亿美元。

大都会公司从新闻业起家。1954年，著名记者劳维尔·托马斯和弗兰克·史密斯，以及几个同事合伙买下了哈德逊峡谷广播公司。该公司当时拥有包括纽约州阿尔伯尼市的电视和AM广播电台。当时，托马斯·穆菲（现任大都会公司董事长）在莱维尔兄弟公司担任产品部门经理。弗兰克·史密斯与穆菲的父亲是高尔夫球伙伴，他把穆菲挖过来管理公司的电视台。1957年，哈得逊峡谷广播公司又购买了拉雷-德汉姆电视台，公司名字正式更名为大都会广播公司，表示阿尔伯尼和拉雷同是各自所在州的首府。

1960年，穆菲聘请唐·伯克管理阿尔伯尼电视台。伯克（大都会的首席执行官，最近刚退休）是穆菲的哈佛大学同学吉姆·伯克的兄弟，吉姆·伯克后来担任强生公司董事长。唐·伯克是一个土生土长的阿尔伯尼人，被留下来管理电视台，而穆菲则返回纽约州。1964年，穆菲走马上任，担任大都会广播公司的董事长。在以后的三十年里，穆菲和伯克和衷共济，共同驾驭大都会，使大都会成为美国最成功的合伙公司之一。期间他们共收购了三十多家广播电台和报社，其中最引人注目的是1985年收购美国广播公司（简称ABC）。

巴菲特第一次见到穆菲是在六十年代末、由穆菲的同学在纽约州组织的一次午宴上。当时，穆菲对巴菲特印象颇深，他邀请巴菲特加盟大都会的董事会。巴菲特当时并未同意，不过，他和穆菲因此成了亲密的朋友，一直保持联系。巴菲特1977年第一次投资大都会股票，尽管当时大都会是盈利的，但巴菲特还是在一年后卖掉了大都会公司股票。

1984年12月，穆菲与美国广播公司董事长伦纳德·高德森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接触，想把两个公司合并起来，遭到高德森的拒绝。穆菲并不气馁，又在1985年1月约见高德森。正好联邦通讯委员会宣布放松管制，将一家公司拥有的电视台和广播电台数目的限额从7个提高到12个。这回高德森同意了穆菲的合并建议。高德森已经79岁了，他关心的是谁能最终接管美国广播公司。虽然愿意收购接管美国广播公司的候选人很多，但在高德森看来，他们都不胜任领导美国广播公司。而穆菲和伯克被认为是传媒通讯业中最好的管理人员。高德森确信美国广播公司并入大都会后将继续保持强大的管理能力。美国广播公司带着作为财务顾问的投资银行家们进入谈判室。而穆菲则带着他信赖的朋友——沃伦·巴菲特。他们一起创造了电视网行业历史上最大宗的交易，也是传媒业最大的合并。合并后，公司更名为大都会/美国广播公司。

大都会提出的收购标价为每股美国广播公司股票价值121美元(118美元现金和价值2美元的认股权)。这个价格是宣布合并前美国广播公司股票市价的两倍。为了筹集收购所需要的35亿美元资金，大都会向银团贷款了21亿美元，卖掉了大约9亿美元的电视台、广播电台，同时，还出售了法律限定不能拥有的一个电视网(包括后来卖给华盛顿邮报公司的电缆公司)。余下的5亿美元则由巴菲特提供。巴菲特同意按每股172.50美元的价格买下大都会新近发行的300万股普通股。穆菲此时再次邀请巴菲特加入董事会，这回巴菲特同意了。

准则：业务简明易懂

巴菲特在华盛顿邮报公司董事会任职十几年，对电视广播和杂志出版业有所了解。此次参股大都会使他在报纸出版业长期积累的经验正好有了用武之地。巴菲特对电视网的了解也随着1978年特别是1984年投资美国广播公司而逐渐加深。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：持续的经营历史

大都会和美国广播公司都有超过三十年的盈利经营历史。美国广播公司从 1975 年到 1984 年期间，权益资本收益率平均达到了 17%，债务与全部资本比率平均只有 21%。大都会在收购美国广播公司前的十年中，权益资本收益率平均达到 19%，债务与全部资本比率平均只有 20%。

准则：令人满意的长期发展前景

广播公司和电视网的收益水平都高于整个经济的平均收益水平。如同报纸一样，它们积累了大量的经济商誉。一旦广播塔建成，资本再投资和营运资本需要量很小，存货投资根本不存在。电影和节目可以赊购，然后等收取了广告收入后再归还。通常，广播公司能产生高于平均水平的投资收益率以及超出经营需要的大量现金。

广播电视业的风险包括政府立法、技术更新以及由于竞争导致的广告转移、广告收入减少。政府可以拒绝一家广播公司申请更新广播业务执照的要求，不过，这种情况通常很少发生。1985 年，有线节目对电视构成了一个小小的威胁，一些观众转向有线节目，不过绝大多数观众仍然喜欢收看电视网节目。同时，在整个八十年代，消费类产品的广告支出增长明显高于国内生产总值的增长。为了更广泛地向大众传达商品信息，广告商们仍然看重广播电视网。按照巴菲特的观点，电视网和广播公司以及出版商的基本经济状况一直超出整个经济的平均水平。截至 1985 年，这些企业的长期发展状况非常令人满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：确定内在价值

巴菲特投资大都会股票的5.17亿美元是当时巴菲特最大的一笔投资。人们对巴菲特如何确定大都会和美国广播公司合并后的内在价值的奥妙广为猜测。穆菲同意以每股172.5美元的价格卖给巴菲特300万股大都会/美国广播公司股票。但我们知道价格与价值通常是两码事。据我们所知，巴菲特通常只在公司股票的内在价值和购买价格之间的存在安全差额时才会购买这家公司的股票。但人们认为巴菲特这次买入大都会/美国广播公司股票的决策没有完全遵循这一准则。

如果用10%的贴现率对巴菲特172.5美元的认股价格进行贴现（10%是美国政府1985年发行的30年期国债的近似到期收益率），并乘以1600万股（大都会流通股份总数，其中300万股在巴菲特手中），公司要达到2.76亿美元的现值，必须具有每年2.76亿美元的股东收益能力。而1984年大都会在提取折旧和扣除资本性支出后的股东收益只有1.22亿美元，美国广播公司有3.2亿美元，合在一起是4.22亿美元。但两家公司合并后还有新增的债务：穆菲借的21亿美元贷款每年应付的利息就高达22000万美元，扣除利息，则合并后，公司的股东收益能力实际只有2亿美元。

但如果考虑其他一些因素，则每股172.5美元的价格可能是合理的。穆菲在减少营业费用、提高公司的现金流入方面是很有名的。大都会的经营利润率是28%，美国广播公司是11%。若穆菲把美国广播公司的经营利润率提高1/3，达到15%，那么公司每年将多赚1.25亿美元，两家公司总的股东收益能力将因此而增至3.25亿美元。这样一家有1600万股、年股东收益能力为3.25亿美元的公司，以10%的贴现率计算出来的股票内在价值折合为每股203美元，超出巴菲特每股172.5美元购买价的18%，即有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18%的安全收益差额。巴菲特不无得意地说："我不知道恩师格雷厄姆是否会对我的这笔交易鼓掌叫好。"

如果我们再做出某些假定，巴菲特接受的安全收益差额还可以扩大。巴菲特曾指出，当时人们普遍认为报纸、杂志、电视台的利润可以以每年3%的速度永续增长下去，无须追加投资。巴菲特解释说，其中的原因是资本性支出的数额等于折旧，对营运资本的需要可以最小化。因此税后净收入就可以视为可自由支配的利润，即股东收益。这意味着传媒业公司的业主拥有一项投资，一份永续年金，它能以每年3%的速度增长下去，而无须追加任何资本。巴菲特建议把这类公司与一家只有追加资本才能增长的公司进行对比。如果你拥有一家传媒业公司，税后利润100万美元，预计以3%的速度永续增长，那么花2500万美元把它买下来是合适的(100美元除以10%的贴现率与3%的增长率之差，即 $\frac{100}{10\% - 3\%} = 1429$)。另一家公司同样有100万美元的税后利润，但不追加资本便无法增长，它的内在价值就只有1000万美元(100万美元除以10%)。

如果按上述传媒业永续增长率3%的假定，用于估价大都会股票的内在价值，则大都会股票的内在价值便会由每股203美元增至290美元 $\left(\frac{3.25 \times 1000}{(10\% - 3\%) \times 1600} = 290\right)$ ，或者说，巴菲特每股172.5美元的出价有68%的安全收益差额。但这些假定还有许多不确定因素。穆菲会以9亿美元的价格把大都会/美国广播公司所有权的一部分卖掉吗(他实际上获得了12亿美元)?穆菲能提高美国广播公司的经营利润率吗？能增加广告收入吗？

巴菲特在大都会的股票投资之所以能获得比较显著的安全收益差额，有多种原因。首先，大都会股票的市场价格这些年一直在上涨(见图5.9)。穆菲和伯克在管理公司方面做得很好，股价反映了这一点。因此，与政府雇员保险公司不同，巴菲特一直没有合适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的机会以比较便宜的价格买下大都会股票。另外，因为这次是在二级市场上购买，由于股市不作美。巴菲特不得不以接近当时市价的价格购买大都会股票。

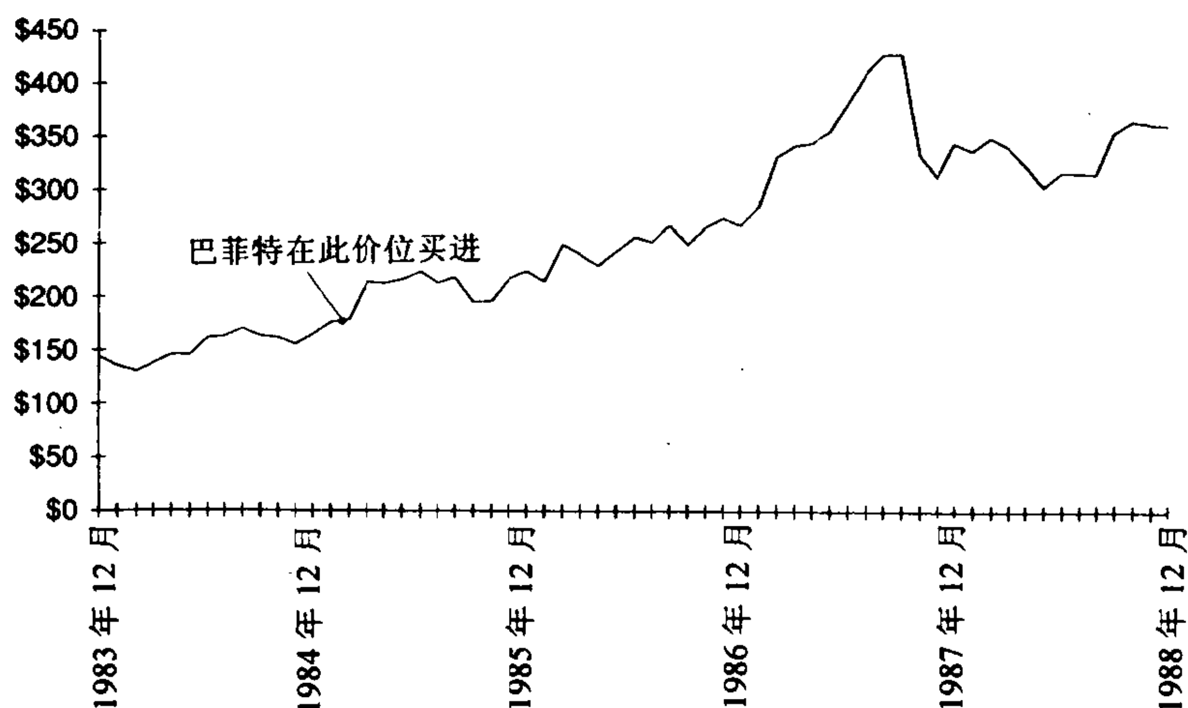


图 5.9 大都会/美国广播公司股票价格

如果说这次与市价接近的出价有不如人意之处，但巴菲特对这些股票的迅速升值深感快慰。1985 年 3 月 15 日，大都会股票价格为 176 美元/股。3 月 18 日下午，大都会收购美国广播公司的消息公布。第二天，大都会股票的收盘价是 202.25 美元/股。四天内股价上涨 26 美元，增值 15%。巴菲特从中赚取了 9000 万美元。

巴菲特购买大都会股票时获得的安全收益差额水平大大低于他购买的其他公司。为什么他还这样做呢？原因是由于有穆菲，如果不是因为穆菲，巴菲特是不会投资大都会股票的。穆菲就是巴菲特的安全收益差额。大都会/美国广播公司是一家与众不同的公司，它对巴菲特有极大的吸引力。另外，穆菲还有些特殊之处。约翰·拜伦说："巴菲特很敬重穆菲。仅仅与穆菲合作，就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吸引巴菲特。”

大都会的管理哲学是分权。穆菲和伯克尽可能雇用优秀人员，并让他们尽情发挥才能。所有的决策都由各部门经理自主做出。伯克是在与穆菲合作时发现这一准则的。当年伯克在经营阿尔巴尼电视台时，每周都向穆菲寄去最新的报告。穆菲却从不回信。穆菲曾开玩笑地对伯克说：“除非你邀请我，我是不会去阿尔伯尼的。真要去了，那就是我要解雇你。”穆菲和伯克协助公司各部门制定年度预算，每季度分析一次经营业绩。有了这两点与众不同之处，部门经理就像经营自己的公司一样。穆菲写道，“我对我们的经理们寄予厚望。”

大都会的经理们要牢记的另一件事是控制成本。当他们失败时，穆菲总是出面承担责任。大都会购买美国广播公司时，穆菲控制成本的才能还不被同行所重视。广播电视网业当时更看重发展速度，而不是利润，换句话说，对增长速度的需要胜过了成本控制。当穆菲接手美国广播公司时，这一观念便消失了。穆菲首先在美国广播公司精心挑选得力干将，然后，在他们的帮助下，对美国广播公司的工资、福利、费用等都做了调整。解雇了 1500 名不注意控制成本的人员，关闭了管理人员专用的饭厅和电梯。美国广播公司娱乐部在洛杉矶的大轿车（穆菲首次巡视美国广播公司时曾坐过）也被买掉了，穆菲第二次去时乘了一辆出租车。

像这样的成本控制措施在大都会是习以为常的。公司下属的费城电视台是费城首屈一指的电视台，新闻工作人员只有 100 人。而同城的哥伦比亚广播公司有 150 人。穆菲接管美国广播公司之前，该公司雇用了 60 个人管理 5 家电视台。而今天，6 个人管着 8 家电视台。纽约的华盛顿美国广播公司过去曾有 600 名雇员，税前利润率为 30%，而现在只有 400 名雇员，税前利润率超过 50%。一旦成本危机得到控制，穆菲便依靠伯克来进行经营决策管理。他自己的关注点则是收购和股东资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：惯例驱使

广播电视业的基本经营规律保证了大都会能挣到丰厚的现金流。而这个行业的基本经营规律与穆菲控制成本的能力结合在一起，更加预示着大都会的财富会滚滚而来。从1988年到1992年，大都会共赚取了23亿美元的现金。此时，大多数经理都会忍不住大手大脚地把这笔钱花掉，例如，用来购买新的企业，扩展公司领地。穆菲也不例外，但他比较谨慎。1990年，他只花了6100万美元，收购了一些公司的少数股权。穆菲之所以没有大规模收购是因为他认为当时传媒业的股权价格普遍太昂贵了。

并购在大都会的成长中起了非常重要的作用。穆菲时常关注传媒业的动向，但他恪守一个准则，决不以超过一家公司的内在价值的价钱去购买。以大都会的财力，可以轻而易举地买下许多传媒公司，但穆菲总是潜居拖道，经常要等上若干年，直到他觉得对象合适时才出手。他决不会仅因自己有能力就草率地完成一笔交易。穆菲和伯克还意识到传媒业是有发展周期的。并且，如果它的财务杠杆比率过高，股东同样会面临极大的风险。穆菲的搭档伯克说："穆菲从不因为我们都赞成某笔交易或该笔交易在感情上打动了我们就去做这笔交易。"

如果一家公司赚的钱超过现有业务再投资需要时，可以通过购买一家公司来获得增长，或降低财务杠杆比率，也可以把钱分给股东。穆菲不想以太高的价格购买其它传媒公司，他采取的是降低财务杠杆比率以及回购股票的作法。1986年，大都会收购美国广播公司后，有1600万美元现金，18亿美元的长期债务，长期债务与资本之比为48.6%。1992年，长期债务降为9.64亿美元，长期债务与资本之比降为20%，而现金增至12亿美元。公司从根本上做到了没有债务负担（见图5.10）。穆菲改善资产负债结构的做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低了公司经营与财务风险。下一步打算就是使公司增值。

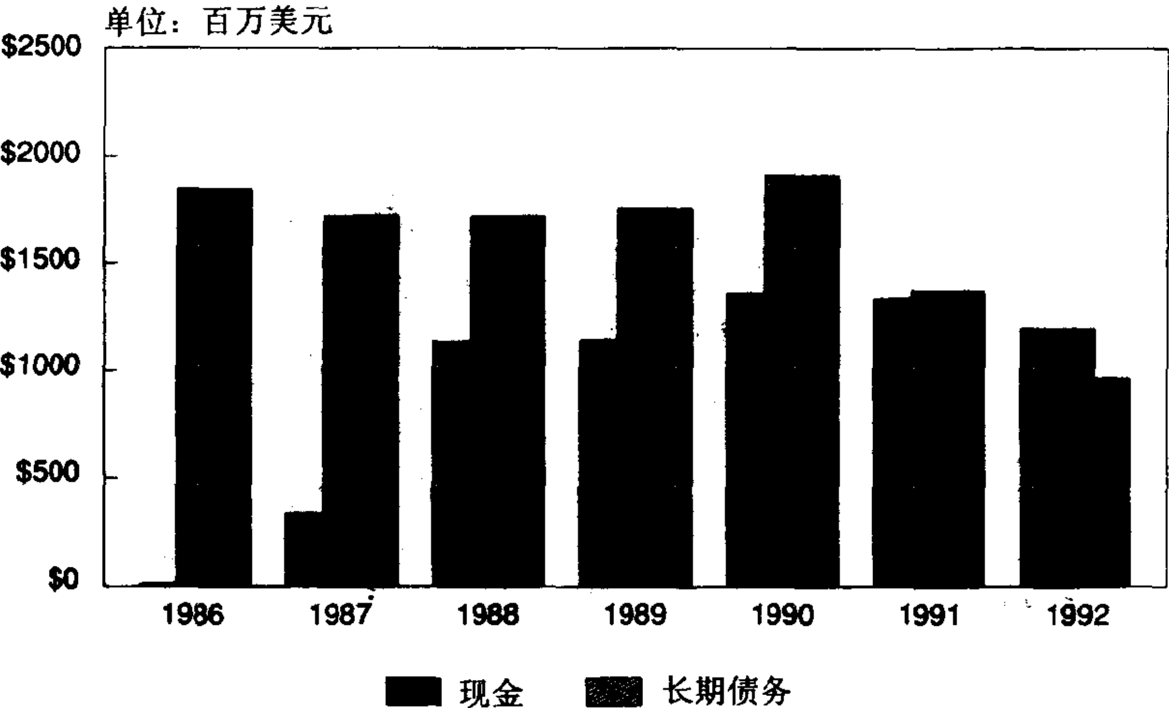


图 5.10 大都会/美国广播 公司现金及长期债务

准则：管理者行为理性

1988 年，大都会宣布回购 200 万股公司股票，相当于公司流通股份的 11%。1989 年，公司花了 2.33 亿美元，以平均每股 445 美元的价格又回购了 52.3 万股。这个价格是公司每股经营现金流的 7.3 倍，而别的传媒公司的这个比例常是 10～12 倍。1989 年，公司又以平均每股 477 美元的价格再次回购了 92.6 万股，回购价格是经营现金流的 7.6 倍。1992 年，公司继续回购股份，以平均每股 434 美元的价格回购了 27 万股，回购价格为经营现金流的8.22 倍。这个数仍低于他和伯克认为有吸引力的其他传媒公司。从 1988 年—1992 年，大都会累计花了 8.86 亿美元，共回购了 195.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万股公司股票(见图 5.11)。

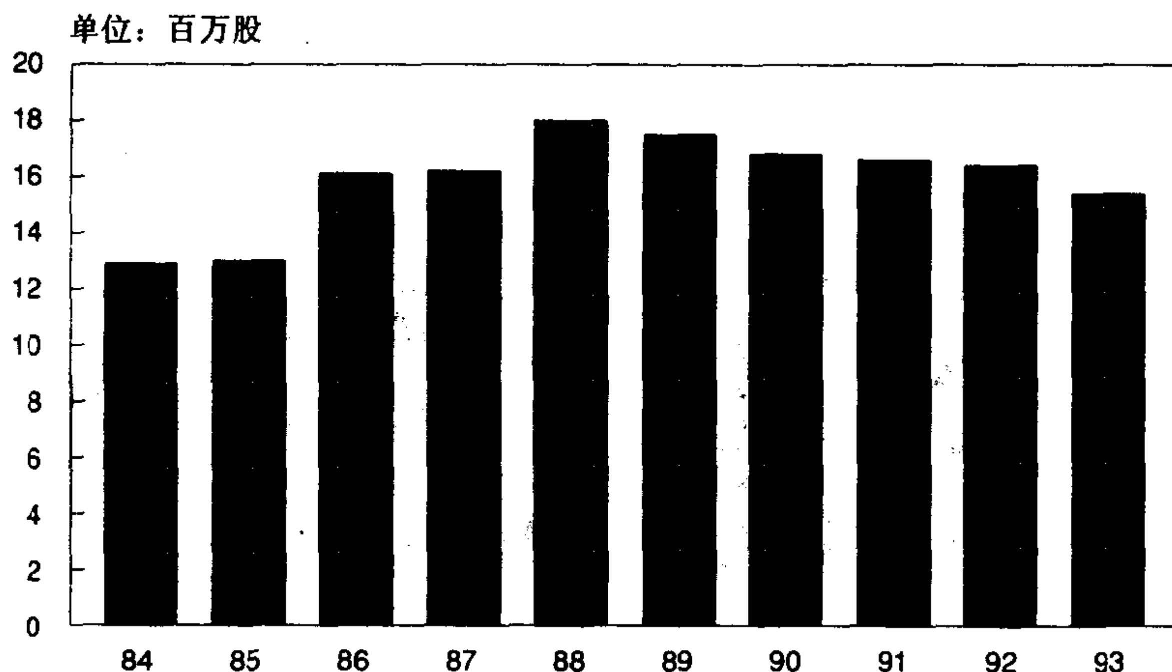


图 5.11 大都会/美国广播流通在外的普通股数量

1992 年以来,大都会一直在寻求一笔 50～80 亿美元之间的大收购行动。最终与派拉蒙通讯公司和特纳广播公司进行了接洽,但由于收购交易不能给股东带来理想的回报。大都会公司决定再度把钱分给股东。

1993 年 11 月,公司宣布按荷兰式拍卖方式回购 200 万股公司股票,回购价格范围是每股 690～630 美元。巴菲特参与了这次拍卖,卖掉了 100 万股大都会股票。这次行动引起了广泛的猜测和投机。大都会公司是不是找不到合适的收购对象了?巴菲特卖掉了手中 1/3 的股份,是否想放弃这家公司了?大都会否定了这些传闻,最终回购了 110 万股,平均价格为每股 630 美元,其中 100 万股是从巴菲特手中购得的。巴菲特因此收回了 6.3 亿美元,但并没有失去在大都会中的原有地位。巴菲特仍然是大都会公司最大的股东,持有该公司 13%的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你知道这些年大都会赚了多少钱，建立了多高的信誉，你就不难理解巴菲特为何如此信任穆菲了。1977 年以来，穆菲减少了大都会 17%的流通股，削减了一半的长期债务，把现金等价物增加到 10 亿美元以上。而且，大都会在分权这一点上与巴菲特在贝克夏·哈斯维公司的做法如出一辙。巴菲特自己仅涉足于贝克夏·哈斯维公司投资业务，因为这与收益和资本再投资相关。与穆菲一样，巴菲特非常愿意让下属公司的经理们自主经营，同时，对控制成本非常关注。另外，两人都不愿意浪费股东的钱。

巴菲特长期观察了无数家公司的经营管理状况后认为，大都会是全美管理得最好的公众公司。因此，巴菲特对穆菲和伯克非常信任。当他投资于大都会时，他把自己在大都会公司今后 11 年的投票权都委托给了穆菲与伯克，前提条件是这两人中任一个继续管理这家公司。巴菲特甚至说，“穆菲和伯克不仅是出色的管理者，而且是你希望为你的女儿寻找的如意郎君。”

当人们对电视网发展前景不看好时，对大都会和巴菲特来说，穆菲的价值显得更为重要。1990 年，大都会与华盛顿邮报公司一样，受到经济周期影响，利润下降。同时对公司的内在价值产生了负面影响。由于竞争日益加剧，提高广告收费也更为困难。而提高广告收费价格是广播公司创造经济奇迹的法宝之一。广播电视特许经营权在失去定价权后与普通公司没什么区别，这时管理素质和水平对于股东来说就更有意义了。

今天，电视网业在广告收入日益菲薄的同时还日益受到有线电视和录像业的挑战，巴菲特解释说，电视网一直担负着向人们的“眼球”出售新闻和娱乐的功能。如今，有线电视与录像等媒体起着同样的作用，争夺电视观众的竞争日益激烈。当年大都会购买美国广播公司时，电视网的收视率为 80%，而如今下降到 60%。巴菲特记得几年前与穆菲一起从一台大屏幕电视中观看体育节目，并评头论足画质是如何出色。穆菲当时表示，“如果只有三个频道竞争，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么即使我看的是一台 8 英寸的黑白电视，我也会喜欢它。”

准则：一美元假定；权益资本收益率；经营利润率

从 1985 年到 1992 年，大都会/美国广播公司的市场价值从 29 亿美元增至 83 亿美元(见表 5.3)。同一时期，公司的留存收益为 27 亿美元。因此，公司每 1 美元的再投资换回了 2.01 美元的市场价值。考虑到公司曾遇到了 1990 年—1991 年周期性的收益下降，又因广播电视业竞争格局的变动而引起的内在价值降低，能取得这样的业绩相当不简单不简单。这段时间内，巴菲特投资大都会/美国广播公司的 5.17 亿美元增值到 15 亿美元，相当于每年递增 14.5%。这比哥伦比亚广播公司和标准普尔 500 种股票指数的增长都要快。

表 5.3 大都会/美国广播公司股票市值变化(单位：百万美元)

	净收入	红利	留存收益	市场价值
1985	142.2	2.6	139.6	2918.0
1986	181.9	3.2	178.7	4323.0
1987	279.1	3.2	275.9	5586.0
1988	387.1	3.4	383.7	6520.0
1989	485.7	3.5	482.2	9891.0
1990	477.8	3.4	474.4	7694.0
1991	374.7	3.3	371.4	7213.0
1992	389.3	3.3	386.0	8349.4

如果大都会/美国广播公司的内在价值真的下降了，为什么巴菲特不把手中的大都会股票全部抛掉呢？其中原因之一是因为他与穆菲的私人关系。穆菲在巴菲特心目中是一位从不浪费股东钱财的管理者。另一个重要原因是公司的投资回报仍然高于美国产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业平均水平。巴菲特认为，“电视网行业确实比以前困难了，但大都会/美国广播公司仍然有不错的管理，本身也不错，它赚得了很多现金。”

无论 70 年代还是 80 年代，大都会的权益资本收益率一直高出标准·普尔 500 种股票指数(见图 5.12)5～7 个百分点。公司的税前利润率是美国企业平均水平的 3 倍(见图 5.13)。买下美国广播公司后，税前利润率和权益资本收益率都有所下降，但仍高于一般公司，并且在 1990 年—1991 年的衰退期前一直在增长。现在，公司权益资本收益率已降至平均水平，但税前利润率仍很高。

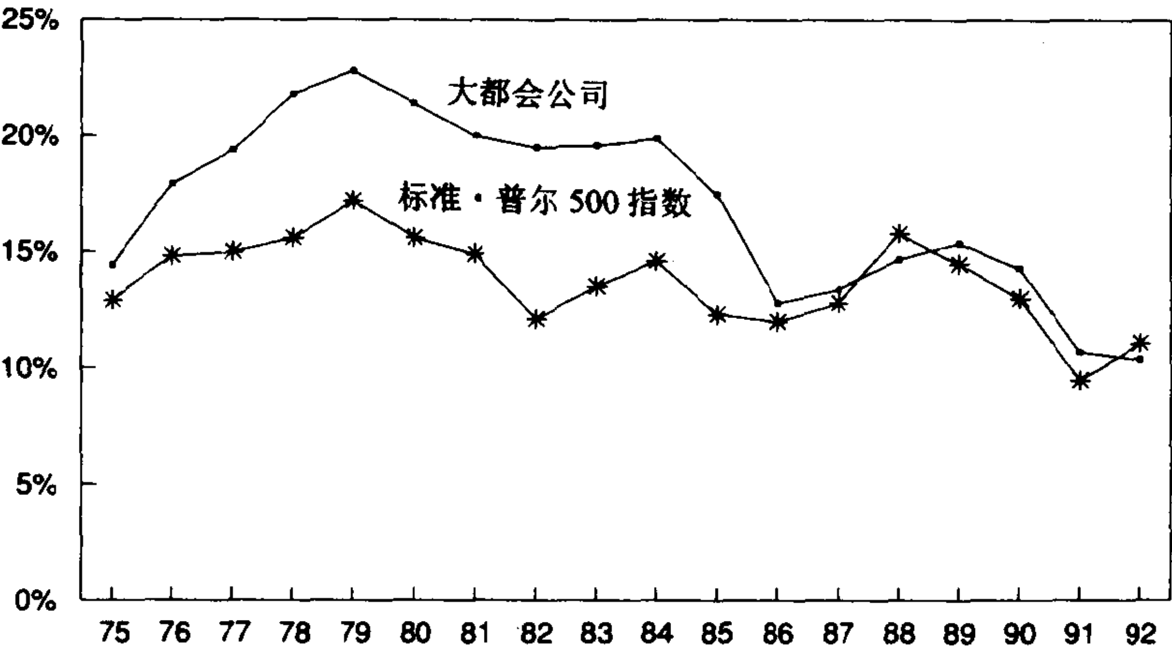


图 5.12 大都会/美国广播公司及 S&P500 指数股权收益率比较

联邦通讯委员会已经意识到广播电视业的变化，并认为三大电视网在电视收视中已不占统治地位。过去二十多年来，电视网一直被禁止拥有电视节目，并且不准涉足重放有利可图的电视片这一市场。1993 年，法庭撤消了这一限制，允许电视网在电视节目中获取收益。穆菲说，制作和拥有节目是大都会/美国广播公司今后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

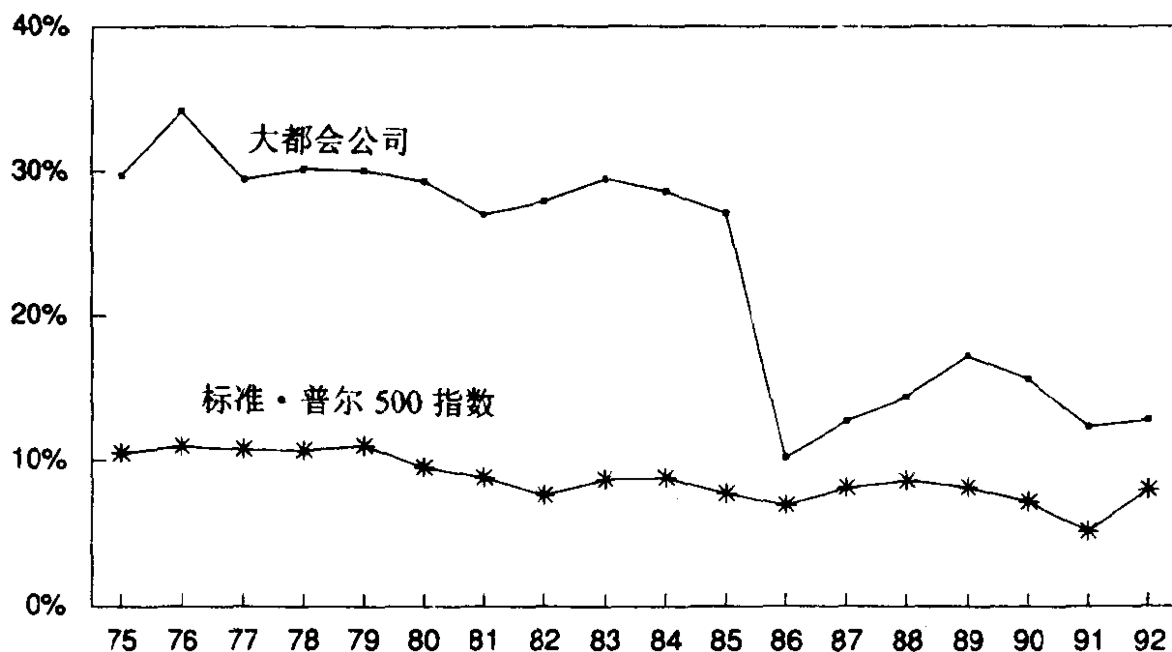


图 5.13 大都会/美国广播公司及 S&P500 指数税前利润率

最重要的机会。穆菲意识到公司生产和拥有更多的电视节目就可以在市场中赚取更多利润，在国内和国外都是如此，联邦通讯委员会还决定在一定程度上允许电视网购买有线电视台。而以前之所以限制，是出于保护刚刚产生不久的有线电视不受电视网的威胁。1986 年，大都会在收购美国广播公司时，因这一限制而被迫卖掉了有线电视业务。后来，美国各大电视网公司积极购买其它国家的商业性电视台。大都会购买了德国、法国、西班牙的电视台和制作公司。最近又购买了卢森堡的斯堪的纳亚广播公司 21%的股份。这是这一地区最早的广播电台之一。所有这些变化都提高了大都会/美国广播公司的内在价值。

总　　结

巴菲特在传媒和通讯业的投资超过 20 亿美元，其中有大都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

/美国广播公司、华盛顿邮报公司、《布法罗新闻报》。由于这一行业的周期性特征和市场竞争环境发生了实质性的改变，导致巴菲特管理的贝克夏·哈斯维公司的总体盈利水平和内在价值有所下降。然而，大都会、华盛顿邮报公司和《布法罗新闻报》的收益水平仍高出平均水平。巴菲特将其原因归结为三家公司杰出的管理水平。

这些公司之所以与众不同，是因为在别的公司运用财务杠杆、并且高价进行并购时，仍然坚守稳健经营的信念。它们反而减少债务、回购股票，并且不以高价收购其他公司。大都会和华盛顿邮报公司是传媒公司中仅有的两家没有债务负担的公司。那些运用财务杠杆高价收购其他公司的企业发现在收入不景气时支付利息是多么困难。正因为如此，巴菲特坚持投资大都会和华盛顿邮报公司而不投资别的传媒公司。他还期待这两家公司赚得比平均水平更丰厚的利润。但他承认，“那些美妙的日子已经过去了。”

可口可乐公司

可口可乐是世界是最大的软饮料生产和经销商。公司的软饮料早在 1886 年就在美国销售，现已销往世界上 190 多个国家和地区。

巴菲特与可口可乐的关系可以追溯到他的童年时代。他 5 岁时第一次喝可口可乐。不久以后，他就开始从他祖父的小店里用 25 美分买 6 瓶可口可乐，再以每只 5 美分的价格卖给邻居们。在这之后的 50 年中，他一直在观察可口可乐公司的成长，但却一直没有买进过可口可乐公司的股票。即使在 1986 年，他正式宣布可口可乐公司生产的樱桃可乐为贝克夏·哈斯维公司股东年会上的指定饮料时，仍然没有买进 1 股可口可乐公司的股票。直到两年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，即 1988 年，巴菲特才开始买入可口可乐公司股票。

准则：业务简单易懂

可口可乐公司生产流程比较简单。公司买入原料，制成浓缩的液体，再卖给装瓶商。由装瓶商把浓缩液与其他成分配在一起，再将最终制成品卖给零售商，包括杂货店、超级市场、自动售货机。公司还向杯装饮料经销商出售软饮料糖浆。公司全球著名的品牌有：可口可乐、雪碧、芬达等，除此之外，还有其他一些知名的品牌。公司拥有可口可乐企业（美国最大的装瓶商）44%的股份以及可口可乐阿玛提公司 52%的股份，该公司是一家澳大利亚的装瓶商，业务遍及澳大利亚、新西兰和东欧。

可口可乐公司的名声不仅来自于它的著名产品，还来自于它无与匹敌的全球销售系统。可口可乐公司在美国以外的国际市场上的销售额和利润分别占其销售总额的 67%和利润总额的 81%。除了可口可乐阿玛提公司外，可口可乐公司还持有墨西哥、南美、东南亚、台湾、香港和中国等地装瓶公司的股份。1992 年，可口可乐公司销售了 100 多亿箱的饮料。

准则：令人满意的长期发展前景

1989 年巴菲特公开宣布他已持有可口可乐公司 6.3%的股份。亚特兰大《机构》杂志的记者梅丽莎·特纳采访了巴菲特。她问了巴菲特一个经常被问到的问题：为什么没有更早持有可口可乐公司的股份？巴菲特谈了他最终决策时的想法。

巴菲特回答说："假如你要离开十年，而此时你想做一笔投资，你了解你现在所知道的一切，但当你不在的时候不能改变这一切。你会怎么想？"显然这家公司的业务要简单易懂，在这些年内的政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策要始终如一，并且其长期业绩的展望要令人满意。“假如我知道一些事情确定会发生——例如，市场会不断地扩大，公司领导不会更换，公司将有可喜的成长。但我唯独不了解像可乐这类商品和可口可乐公司的业务。”巴菲特解释说：“我必须确信当我回来时，这家公司会比现在做得更多更好。”

但为什么现在又买进可口可乐公司股票呢？巴菲特解释说，可口可乐公司的特性已存在了几十年。他看上了可口可乐公司 80 年代由罗伯托·格伊祖塔和唐纳德·考夫领导下所发生的变化。

70 年代是可口可乐不景气的时期。这十年中，可口可乐公司的麻烦接踵而至：与装瓶商争吵，受到“移民工人待遇不公正”的指控，环境保护主义者批评易拉罐增加了国家日益严重的环境问题，联邦商业委员会指责可口可乐公司日渐增长的特许经营权违反了谢尔曼反托拉斯法。公司的国际市场也不景气。因在以色列出售特许经营权，阿拉伯国家联合抵制可口可乐公司的产品，使数年的中东市场投资毁于一旦。日本曾经是可口可乐公司利润增长最快的地方，如今却是公司常出纰漏的地方。容量为 26 盎司的可口可乐在货架上发生爆炸，日本消费者还对公司在芬达葡萄水中使用人造的木焦油色素感到愤怒。当公司生产出用真正的葡萄皮作色素的饮料时，却又因发酵而倒进了东京湾。

70 年代，可口可乐公司支离破碎，摇摇欲坠。1971 年，自 1962 年以来一直担任公司总裁的保罗·奥斯汀被任命为公司董事长。奥斯汀上任后，没有继续在饮料业投资，而是把钱用于多角化经营。例如，投资于水利项目，以及一些无足轻重的农场，而这些投资的利润极其菲薄。奥斯汀还买了一家酒厂，这项投资遭到公司股东们的强烈反对。股东们认为，可口可乐公司生产的是非酒精饮料，不应该与酒精发生联系。为对付这些批评，奥斯汀投入巨资，发动了史无前例的大规模广告运动。

与此同时，尽管可口可乐公司的权益资本收益率一直在 20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上，但税前收益却在下降(见图 5.14)。1974 年纽约股市熊市末期，公司市场价值为 31 亿美元(见图 5.15)。6 年后，即 1980 年，市场价值增至 41 亿美元，年均增长率只有 5.6%，大大低于标准普尔 500 指数的平均增长速度。在这 6 年中，公司每 1 美元留存收益仅产生 1.02 美元的市场价值。

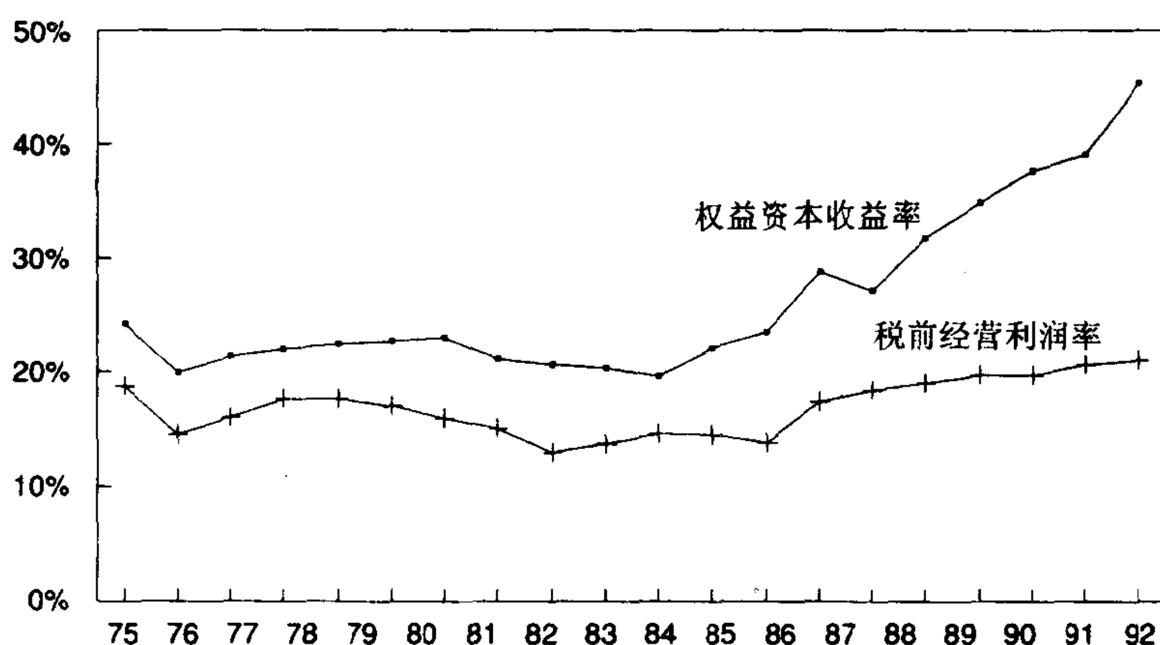


图 5.14 可口可乐公司股权收益率及税前利润率

奥斯汀的行为加重了可口可乐公司 70 年代的不景气。奥斯汀刚愎自用，令人难以接近。甚至他的夫人吉茵也起着破坏公司价值的作用。吉茵用现代美术作品重新装饰公司总部，抹去了原先古典的诺曼·洛克威尔的绘画作品。她甚至命令公司拨出飞机供她到处寻找艺术品。

1980 年 5 月，奥斯汀夫人强令停止向进午餐的员工开放公司的公园。她抱怨说，他们洒落的食物使精心修剪的草坪招来了大量的鸽子。员工的士气低落到了极点。公司董事会财务委员会主席、91 岁的元老小罗伯特·伍德拉夫(1923 年—1955 年期间曾担任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

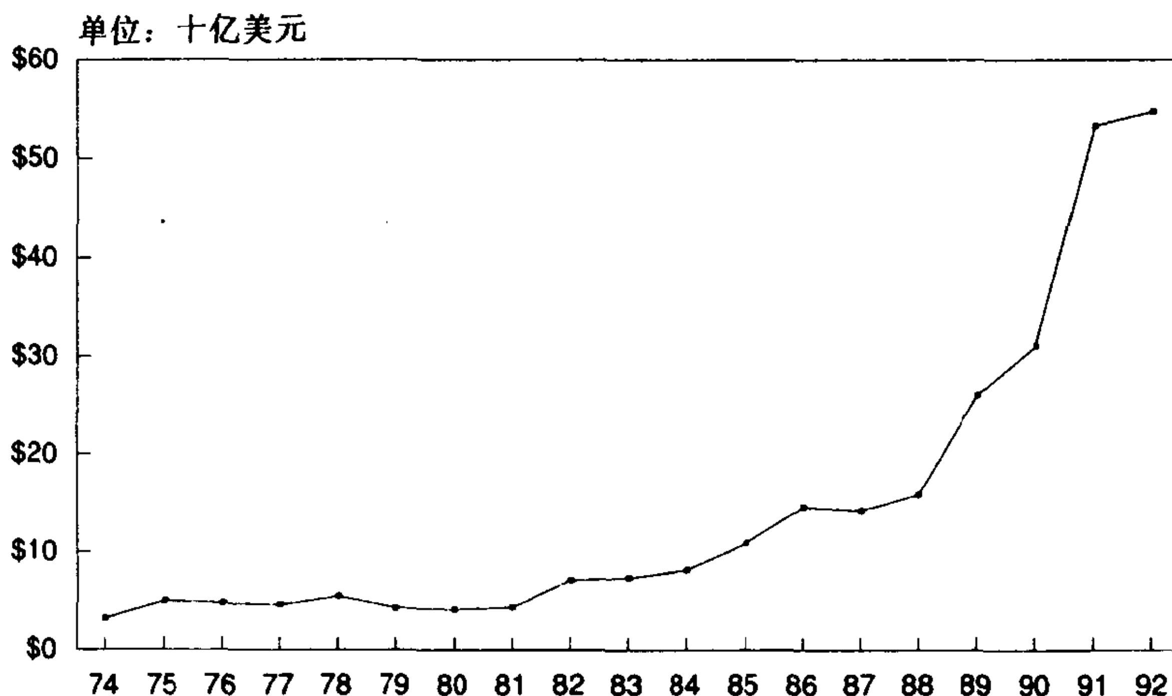


图 5.15 可口可乐公司股票市场价值

公司领导）在民怨沸腾的情形下，要求奥斯汀辞职，并起用罗伯托·格伊祖塔。

在古巴长大的格伊祖塔是可口可乐公司第一位外籍总裁。与奥斯汀沉默寡言相反，格伊祖塔十分外向。他上任后的第一件事就是召集公司 50 位高层领导在加州的"棕榈之春"酒店开会。格伊祖塔开门见山地对大家说："告诉我，我们到底错在哪里，我想知道问题所在并马上解决它。我要求各位开诚布公、直言不讳。"这次会议确定了可口可乐公司"80 年代的经营战略"，这是一本仅有 900 字的小册子，它指明了可口可乐公司的奋斗目标。

格伊祖塔鼓励他的同事去冒明智的风险。他希望可口可乐公司勇为天下先，而不是亦步亦趋。他像许多新上任的总裁一样，从削减成本着手。他还要求可口可乐公司下属的每个公司都要使资产收益率最大化。这些行动很快就转化为实际利润率的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：经营利润率

1980 年，可口可乐公司的税前利润率不足 12%。而且这一比率已连续下降了 5 年，远低于公司 1973 年 18%的水平。格伊祖塔上任的第一年，税前利润率就上升到 13.7%。1988 年，巴菲特买进可口可乐公司股票时，公司的税前利润率已上升到创记录的 19%。

准则：权益资本收益率

在公司“80 年代的经营战略”中，格伊祖塔指出，可口可乐公司要抛弃掉任何已不能产生可接受的股权收益率的业务与资产。任何对新企业和项目的投资必须有足够的增长潜力，公司不再对停滞不前的业务感兴趣了。格伊祖塔说：“投资的每一个项目都必须能增加每股收益率和权益资本收益率。”格伊祖塔雷厉风行，将要求付诸实际。例如，1983 年，可口可乐公司的葡萄酒厂卖给了酿酒业巨头西格拉姆公司。尽管可口可乐公司 70 年代的权益资本收益率一直超过 20%，并不算低，但格伊祖塔并不满足。他想要更高的收益率。1988 年，可口可乐的权益资本收益率达到 31.8%。

可口可乐公司在格伊祖塔领导下的财务业绩比奥期汀时代翻了两至三倍。1980 年—1987 年，尽管 10 月份股票市场发生了灾难性的大跌，可口可乐公司股票的市场价值仍以平均 19.3%的速度递增。公司每 1 美元留存收益产生了 4.66 美元的回报。

准则：坦诚

格伊祖塔 80 年代的战略很看重股东。“未来 10 年内我们要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续对股东负责，使他们的投资增值。”他写道：“为给我们的股东创造高于平均水平的投资收益，我们必须找到条件合适、增长率超过通货膨胀率的公司。”格伊祖塔不仅进行资本投资以使公司持续成长，还考虑股东财富的增值。为实现这一宗旨，可口可乐公司通过增加权益资本收益率和利润率来提高红利水平，同时却减少红利支付率。80年代，可口可乐公司支付给股东的红利平均每年增长10%，而红利支付率却由65%降至40%。这样一来，可口可乐公司可以把更多的未分配利润用于再投资，以使公司保持一定的增长率。

在可口可乐公司每年的年报中，开宗明义的内容是公司的财务状况回顾以及管理层关于公司基本目标的看法。“管理的基本目标是使股权价值最大化。”公司的经营战略则强调使公司长期现金流最大化。为实现这一目标，可口可乐公司采取的是集中投资高收益的软饮料企业、并不断降低资本成本的经营战略。这一战略的成功直接表现为公司现金流增长、权益资本收益率提高和股东收益增加。

准则：管理者行为理性

净现金流的增长使可口可乐公司有能力增加现金红利并回购股票。1984年，公司第一次采取股票回购行动，回购了600万股。从这以后，公司每年都要回购股票。总共动用了53亿美元，回购了4.14亿股，相当于1984年初公司流通股份的25%。如果按1993年12月31日的收盘价计算，回购的这些股票价值185亿美元。

1992年7月，可口可乐公司再次宣布：从现在起到2000年，公司将回购1亿股，相当于公司流通股份总数的7.6%。格伊祖塔自信，由于公司强大的盈利能力，完全有能力做到这一点。1993年至1996年，扣除资本性支出后，可口可乐公司将有30多亿美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金可用来实施股票回购计划。

准则:股东收益

1973 年,可口可乐公司股东收益(税后利润加折旧减资本性支出)为 1.52 亿美元(见图 5.16),1980 年,增至 2.62 亿美元,年均增长 8%。1981 年至 1988 年,股东收益又从 2.62 亿增至 8.28 亿美元,年均增长 17.8%。股东收益的增长直接反映在可口可乐公司股票市价中。1973 年—1982 年的 10 年中,可口可乐公司的总收入年均增长 6.3%;而 1983 年—1992 年的 10 年期间,这一增长率猛增为 31.1%。

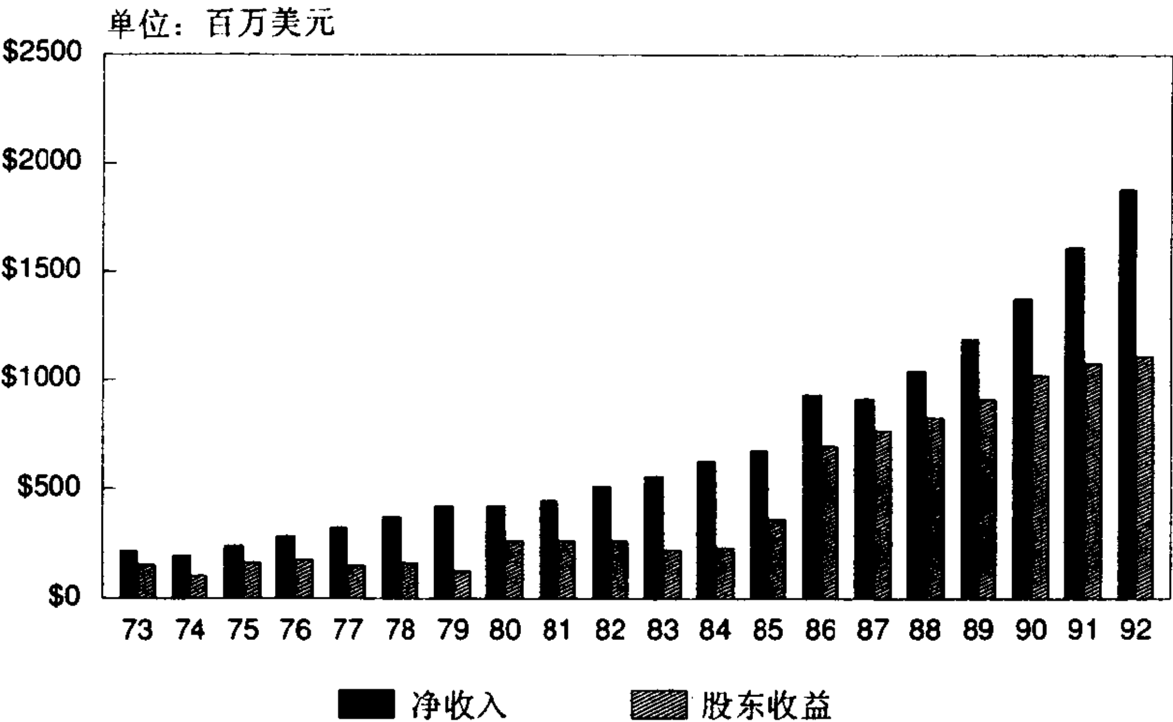


图 5.16 可口可乐公司净收入及股东收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：确定内在价值

巴菲特 1988 年首次购入可口可乐公司股票时，人们问“可口可乐公司的价值在何处?”，公司股票市价相当于税后净收入的 15 倍(即市盈率为 15)、现金流的 12 倍，分别比市场平均水平高 30 和 50%。巴菲特花了 5 倍于帐面价值的价钱买入可口可乐公司股票，年收益率仅有 6.6%。他之所以这样做，是因为看好可口可乐公司非凡的经营前景。公司在资本支出相对很小的情况下，权益资本收益率高达 31%。当然，巴菲特解释说，价格与价值是两码事。如同任何一家公司一样，可口可乐公司股票的内在价值也是由公司未来预期赚取的净现金流用适当的贴现率贴现后所决定的。

1988 年，可口可乐公司的股东收益为 8.28 亿美元(见表 5.4)。美国 30 年期国债(无风险利率)到期收益率为 9%左右。如果可口可乐公司 1988 年的净现金流以 9%贴现(注意，巴菲特没有在贴现率中加上股权资本风险溢价补偿)，则内在价值为 92 亿美元。巴菲特购买可口可乐公司股票时，它的市场价值已达到 148 亿美元，这说明巴菲特对可口可乐公司股票的出价可能过高。但 92 亿美元反映的只是可口可乐公司 1988 年的净现金流的现值。既然市场愿付出超过这个数字 60%的价格，便意味着购买者考虑了它未来增长的可能性。

当一家公司可以不增加资本就可以增加其净现金流时，贴现率就可以取无风险收益率与净现金流的预期增长率之差。我们可以发现，1981 年—1988 年，可口可乐公司的净现金流以年均 17.8%的速度增长，比无风险收益率要高。这时，可用两阶段估价模型来估算可口可乐公司股票的内在价值。

我们用两阶段估价模型计算可口可乐公司今后的预期现金流在1988年的现值。1988年，净现金流为8.28亿美元，假设以后10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.4　可口可乐公司股东收益分析(单位:百万美元)

	销售收入	净收入	折旧	资本支出	股东收益
73	2145	215	59.1	121.3	152.8
74	2522	196	59.5	150.1	105.4
75	2872	239	67.7	143.3	163.4
76	3032	285	71.7	182.2	174.5
77	3559	326	85.4	260.9	150.5
78	4337	374	95.0	306.0	163.0
79	4961	420	117.0	409.3	127.7
80	5912	422	138.0	298.0	262.0
81	5889	447	144.9	329.6	262.3
82	6249	512	150.7	400.3	262.4
83	6829	558	156.0	492.0	222.0
84	7364	629	170.0	565.0	234.0
85	7904	678	335.0	652.0	361.0
86	8669	934	430.0	665.0	699.0
87	7658	916	153.0	300.0	769.0
88	8338	1045	170.0	387.0	828.0
89	8966	1193	184.0	462.0	915.0
90	10236	1382	236.0	593.0	1025.0
91	11572	1618	254.0	792.0	1080.0
92	13074	1884	310.0	1083.0	1111.0
年均增长率					
1973 年—1980	15.6%	10.1%	12.9%	13.7%	8.0%
1981 年—1988	5.1%	12.9%	2.3%	2.3%	17.8%
1988 年—1992	11.9%	15.9%	16.2%	29.3%	7.6%

年中,净现金流年增长率为 15%(这个假设是有道理的,因为这个数字低于可口可乐公司前 7 年的平均增长率),到第 10 年,净现金流就是 33.49 亿美元,再假设从第 11 年起,净现金流年增长率降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低为 5%，以 9%贴现，可算出 1988 年可口可乐公司股票的内在价值为 483.77 亿美元(见表附录中 A20)。

我们还可以假设别的增长率重复这一计算。如果设前 10 年增长率为 12%，以后为 5%，仍以 9%贴现，则内在价值为 381.63 亿美元。如果前 10 年增长率为 10%，以后仍为 5%，内在价值仍有 324.97 亿美元。如果干脆假设净现金流以年平均 5%的速度增长，内在价值仍可达 207 亿美元[8.28 亿美元除以(9%～5%)]。

准则：在有吸引力的价位买入

1988 年 6 月，可口可乐公司股票市价约为 10 美元(拆细后的调整价)。这之后十个月，巴菲特分批购入了 9340 万股可口可乐公司股票，总共花了10.23亿美元(见图5.17)。平均每股买价为

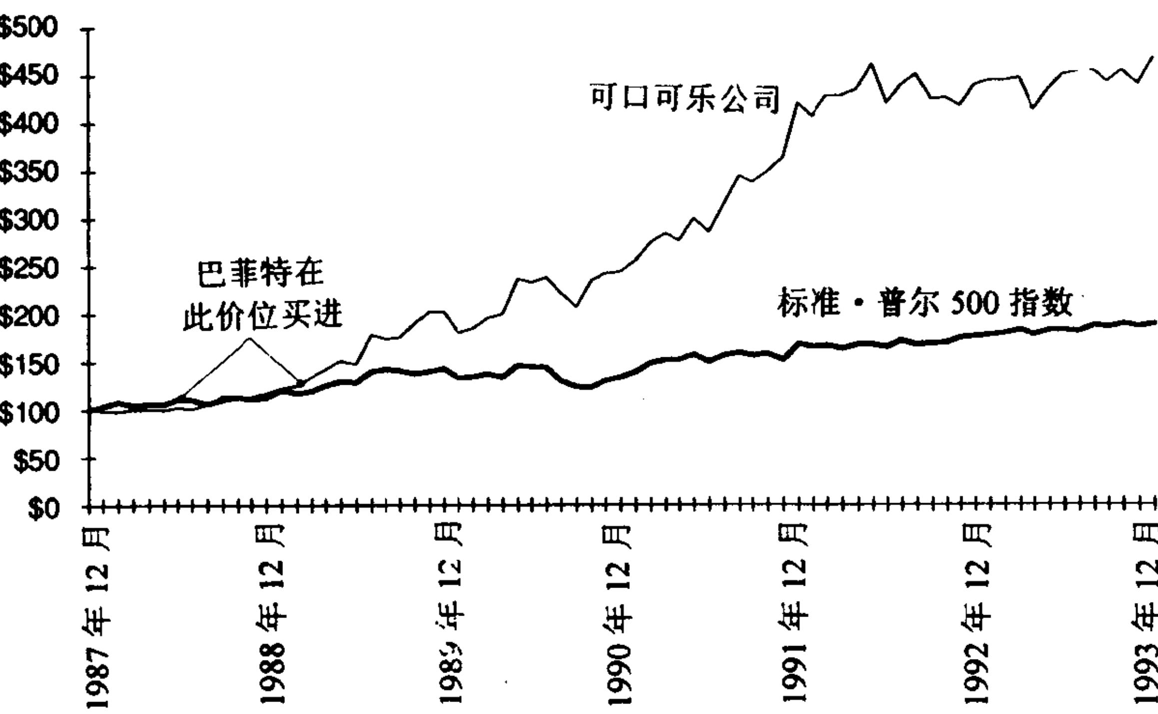


图 5.17 普通股价格比较——可口可乐公司与 S&P500 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.96美元。1989年底，可口可乐公司股票在贝克夏·哈斯维公司的普通股投资组合中占35%。这是一个大胆的举措。

自从格伊祖塔1980年接手可口可乐公司以来，公司股票价格是芝麻开花，年年上涨。在巴菲特购买可口可乐公司股票的前5年前，股价年平均收益率为18%，公司发展前景美好，但巴菲特无法以有利的价格买入。这段时间，标准普尔500种股票指数也是形势大好。可口可乐公司股票行情和股市大势都使巴菲特无法以低价买入。而这次，巴菲特在大多数人并不看好可口可乐公司时，再度慧眼识金，大量买入。他重申价格与价值是两回事。

1988年和1989年，也就是巴菲特大量购入可口可乐公司股票的那段时间，可口可乐公司股票的市值平均为151亿美元。但据巴菲特估计，可口可乐公司股票的内在价值至少应该是207亿美元(假设净现金流年均增长5%)，有可能达到324亿美元(假设净现金流年均增长10%)，或是381亿美元(增长率为12%)，甚至483亿美元(增长率为15%)。因此，巴菲特获得的收益安全差额——内在价值的折扣，少说有27%，多则有70%。尽管其他看重“公司内在价值”的投资分析家及投资者们也在深入分析可口可乐公司股票的内在价值，但他们认为可口可乐公司股票的市盈率、股价与帐面价值比率以及股价与现金流比率相对偏高，因此在他们看来，可口可乐公司股票价格已处于高估状态。

准则：1美元前提

1988年以来，可口可乐公司股票价格走势的确异乎寻常。从每股10美元开始，一路攀升，1992年，达到了45美元。这段时间，可口可乐公司股票把标准·普尔500中股票指数远远抛在了后面(见图5.17)。1987年以来，可口可乐公司股票的市场价值从141亿美元升至541亿美元。公司赚取了71亿美元的收益，其中28亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元用于分红，42 亿美元用于再投资。公司每 1 美元留存收益创造了 9.51 美元的市场价值。巴菲特 1988 年—1989 年投在可口可乐公司的 10.23 亿美元到 1992 年已升值到 39.11 亿美元。

1988 年—1992 年间，由于可口可乐公司股票价格大幅度上涨，其市场价值和内在价值之间的收益安全差额逐渐缩小。有些投资者断言可口可乐公司股票价格被高估了，很难重现其业绩和股价走势的昨日辉煌。罗伯托·格伊祖塔的目标是到 2000 年，可口可乐公司的销售额要翻一番。格伊祖塔在《可口可乐，面向 2000 年的企业制度：我们 90 年代的使命》一书中指出：可口可乐公司是唯一具有能给全世界任何地方带来新鲜活力和能量的企业。通过提高公司在东欧、前苏联、印尼、印度、非洲和中国的销量，销售额翻一番的目标完全可以实现。尽管这些国家的人均消费量可能永远赶不上美国（年人均消费 296 瓶 8 盎司装可口可乐），但只要销量在这些发展中的国家和地区略有增长，就可以获得可观的利润。目前，世界上有一半人人均可口可乐年消费量不到 2 瓶。仅在中国、印尼、印度的机会就足以使可口可乐公司积累到进入下世纪的财富。

总　　结

巴菲特说，应该持有的最佳公司是那些能够运用大量资本长期获取非常高的股权资本回报率的企业。可口可乐公司正是这样的企业。可口可乐公司是世界上知名度最高、品牌最受人欢迎的公司。这就不难理解为什么巴菲特认为可口可乐是世界上最有价值的商标了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期关系

为达到长期持股的地位，公司必须有良好的经济状况和出色的管理。也就是具有能力和值得信任的管理人员，并且要与巴菲特合得来。华盛顿邮报公司、政府雇员保险公司、大都会/美国广播公司、可口可乐公司都是具有平均水平或超过平均水平经营潜力的公司。这些年来，这些公司的经理们证明了自己是值得信任的。他们使股东财富增值。每位经理都厌恶浪费，并对盈利有极大的热情。他们都会合理地配置资本。另外，巴菲特同他们每一个人在工作关系和私人关系上都能融洽相处甚至亲密无间。

巴菲特发现了如此不多见却又如此美妙的企业关系，因此他不想破坏这种长期持股关系。如果换成了另一家企业，巴菲特还得重新与一组新的领导者建立这种关系。巴菲特不会仅仅为了增加贝克夏·哈斯维公司收益的几个百分点而失去他与这些值得尊敬的经理的这种信任关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

固定收益证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　固定收益证券

在投资领域中，巴菲特最为著名的是在普通股方面的投资决策（见第七章），但他也为贝克夏·哈斯维公司下属的保险公司投资固定收益证券。巴菲特表示，在对不同种类的固定收益证券进行投资时，并没有任何强烈的偏好。他所致力寻找的是那些税后收益最高的固定收益证券。

在贝克夏·哈斯维公司下属保险公司的投资组合中，固定收益证券所占比例远远低于其他保险公司。1993 年，固定收益证券（债券和优先股）在贝克夏·哈斯维公司保险公司的投资组合中仅占 17%；而大多数保险公司的这一比例大多在 60%至 80%之间。由于贝克夏·哈斯维公司保险公司具有较高的资产质量和控制严格的保险包销策略，使巴菲特能将贝克夏·哈斯维公司所属保险公司资产的主要部分投在普通股上。巴菲特对债券的兴趣和热情不高，顶多把它们看作普通的投资。

巴菲特从两方面来评估固定收益证券。首先，出于他对通货膨胀的担心，他预期未来货币的购买力将下降。由于债券价值完全取决于货币购买力，因此，只有当他对货币币值的长期稳定具有充分的信心时，他才会热衷于投资债券。第二，巴菲特认为，同样应该从商人的角度考察债券的投资价值。许多固定收益证券的收益水平低于商人要求的投资回报。这种把固定收益证券视为一种实业来评估的投资方法的确与众不同。

巴菲特对此解释说，如果你将 1000 万美元投资于收益为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12%的商业活动中，并且保留其全部收益进行再投资，三十年后，这笔投资的价值约为3亿美元，其中最后一年可赚得3,200万美元。如果你用1000万美元购买年利率12%的债券，并将利息收入全部用于继续购买相同的债券，三十年后，你同样会获得近3亿美元，并在第三十年获得3,200万美元。如果此时美国企业的股权资本长期收益率平均为12%，这项债券投资就是一种"实业型"购买。

巴菲特举例说，1946年，有一种AAA级、20年期的市政债券以1%的收益率进行交易。这些债券的购买者实际上是在购买一种实业：它能获得1%的帐面收益率，但在以后的20年中休想再多得一分钱。巴菲特认为，在1946年的美国，恐怕没有这样的买主，明明知道购买某个企业不可能赚得大于1%的帐面收益率，还按帐面价值来购买这样的企业。不过，仍有一些固定收益证券投资者无视这种恶劣的经济状况，继续购买这些按商业标准衡量根本不值钱的债券。

70年代末80年代初，随着通货膨胀上升，债券利率也开始上升。1981年，美国政府长期债券的收益率为16%，免税的市政债券收益率则为14%。在这段时期内，保险公司由发行一年期汽车保险计划转向6个月期的计划。保险公司主管令人信服地指出，由于一段时期来迅速增长的通胀率，他们将无法估计今后汽车修理的成本。巴菲特认为，保险公司此时的行为颇具讽刺意味。因为，一旦他们认为在通胀率高的经济环境中，一年期汽车保险计划不合理，保险公司主管们往往转而去购买长期债券，即以固定利率借出长期的资金。

巴菲特认为，长期债券是高通胀世界中最后一种固定价格的长期合约。这种债券的购买者可以凭借他们的投资得到一份固定的收益，这种收益将持续二十年直至下个世纪。对于那些购买保险、办公室地皮、巧克力或新闻出版物的人来说，如果他们要求这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些物品三十年一直保持一个固定价格的话，那将是非常荒谬的。但那些购买长期债券的人却对这种金融的不协调视而不见。

虽然70年代末和80年代初，债券利率接近大多数行业的收益率，巴菲特仍然不是一个纯粹的长期债券投资者。在他的想法中，经常存在通胀失控的可能性。在这种环境下，普通股会失去其真实的价值，但投资债券更会遭受巨大的损失。在通货膨胀严重的环境中，一家大量投资于债券的保险公司极有可能毁掉其投资组合价值。虽然发生严重通货膨胀的可能性极小，并且80年代初的利率已反映了对高通胀的预期，但巴菲特指出，保险公司是不能承受任何一笔投资损失的风险的。

保险公司由于其对保单持有者所承担的义务，必须将一部分资产投资于固定收益证券。但巴菲特将贝克夏·哈斯维公司保险公司固定收益证券的投资范围限制在可转换债、可转换优先股和设有偿债基金的短期和中期债券上。巴菲特对长期债券设置了比较高的收益要求。包括与企业经营收益率相近的利息收益率和赢得资本收益的可能性。这类债券往往被市场错误定价，交易价格明显低于债券票面值。

债　券

华盛顿公用电力供应系统

1983年7月25日，华盛顿公用电力供应系统公司宣布，无力偿付为核电工程项目4和项目5的建设而发行的22.5亿美元的市政债券。原因在于地方电力当局背信弃义，他们原来承诺从华盛顿公用电力系统公司购买电力，但后来又认为不需要。尽管公司诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诸法庭，但州法庭裁决，地方电力当局并没有向华盛顿公用电力系统公司付款的义务。法庭的裁决导致了美国历史上最大的一次市政债券违约。这次违约的规模和随之而来的混乱导致公用电力债券在市场上萧条了数年。投资者纷纷抛售手中的公用事业债券，又导致公用事业债券价格猛跌，相应提高了这些债券的短期收益率。

华盛顿公用电力系统项目4和项目5上笼罩的阴云给项目1、2、3带来了不祥之兆。但巴菲特认为，项目4、5和项目1、2、3在债务融资条件和偿债义务上有显著的差别。前2个项目已投入运营，并且由政府代理机构——波内维尔电力管理局直接承担偿债责任。当然，波内维尔电力管理当局自身的信用等级也可能因项目4和项目5的问题严重而削弱。

巴菲特评估了投资华盛顿公用电力系统项目1、2、3的市政债券的风险。显然，项目1、2、3的市政债券存在违约和利息长时间推迟支付的风险。另外，这些债券价格上升是有限度的。因为即使能够按票面价值的折扣价买进，但这些债券在到期日的价值是确定的。

项目4和项目5偿债违约后不久，标准普尔评估公司暂停了对项目1、2、3的市政债券评级工作。项目1、2、3的市政债券中，利息最低的债券每1美元票面价值市价仅为四十美分，税前到期收益率高达15%～17%；利息最高的债券每1美元票面价值市价也只有八十美分。从1983年10月至1984年6月，巴菲特陆续买入了的华盛顿公用电力系统项目1、2、3的债券，总投资1.39亿美元，票面价值2.05亿美元。

巴菲特解释说，在华盛顿公用电力系统债券上的投资相当于一桩每年可获得税后收益2270万美元（债券年利息的总价值）、并且以现金形式支付的买卖。巴菲特指出，在投资这笔债券的同时，几乎无法买到以帐面价值折价出售、无债务负担和税后盈利水平达到16.3%的企业。据巴菲特估算，当时，若要购买一个税后盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2270 万美元且无财务杠杆的企业，需要花费 2.5 亿至 3 亿美元。如果这是一家他很了解、喜爱并且有实力的企业，他会很乐意拿出这笔钱。但他现在只花一半的价钱购买华盛顿公用电力系统债券就可实现相同的收益。

巴菲特认为购买华盛顿公用电力系统债券的实际结果比他预期的还要好。实际上，购买这笔债券获得的收益比 1983 年中其他大多数投资都要高。巴菲特后来卖出了华盛顿公用电力系统的低息债券。这些他以债券票面价值较大的折扣价买入的债券，每年给贝克夏·哈斯维公司来 15%～17%的税后收益率的同时，其价格在债券市场上也翻了一番。但巴菲特仍表示，“投资华盛顿公用电力系统债券的收益虽然令人愉快，但不会改变我们对长期债券投资所持的否定态度。我们只不过是希望能有机会利用那些出了点麻烦的债券，因为市场对这些有麻烦的债券的估价产生了明显的偏差”。

RJR 纳比斯柯公司债券

八十年代，金融市场出现了一种新的投资工具——高收益债券。巴菲特认为这种高收益债券和在这之前的“飞来天使”——巴菲特比喻那些由于时机不佳，投资等级被评估机构低估的债券有很大差别。华盛顿公用电力系统债券是“飞来天使”。但这些新潮的高收益债券（又称为垃圾债券）则是“冒牌的飞来天使”。用巴菲特的话来说，这些高收益债券在发行之前就是垃圾。

华尔街的证券经销们商们引用早期调查的结果来促使垃圾债券投资合法化。这些调查显示，较高的利率可以补偿投资者可能遭受的违约风险。但巴菲特反驳说，早期关于违约问题的统计数字毫无意义。因为那些数据及结论是基于一些与现在发行的垃圾债券完全不同的债券的基础上得出的。巴菲特批评说，将垃圾债券等同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于“飞来天使”是不合逻辑的。巴菲特提醒人们，“在金融领域内，要特别当心那些根据过去的经历得出的证据及结论。如果历史书籍是通往富有的钥匙，那么，《福布斯》杂志前400名首富将是图书馆的馆长”。

八十年代后期，高收益债券因发行泛滥而成了真正的“垃圾”。按巴菲特的说法就是“成堆的垃圾债券由那些对此毫不在乎的人卖给那些不动脑筋的人——金融市场上总是不缺这两类人”。在这股垃圾债券狂潮的高峰时期，巴菲特预言，当那些发行垃圾债券的公司为偿付高额利息而进行挣扎时，肯定会招致一些公司破产。果然不出所料，1989年，南·马克公司和综合资源公司都宣告无力偿债。甚至连肯皮欧公司，一个用垃圾债券创造的美国零售业王国，也宣布难以还债。1989年10月13日，联合航空公司——一个由该公司管理层和工会准备用高收益债券融资68亿美元予以收购的对象，宣布无法筹集到这笔巨资。投机套利者纷纷抛售手中持有的联合航空公司的普通股，造成当天道·琼斯工业股票指数下跌了190点。

联合航空公司事件带来的沮丧，加上在南·马克公司和综合资源公司遭受的损失，使许多投资者对高收益债券的价值产生了怀疑。证券组合投资的管理人开始倾销手中所持有的垃圾债券。由于买者寥寥无几，高收益债券的价格骤然跌落。1989年底前，垃圾债券已不受市场欢迎。

1988年，KKR公司——由科伯格、克拉斯和小罗伯特三人合伙建立的专事杠杆并购的投资管理公司，通过银行贷款和发行垃圾债券，成功地以250亿美元的价格收购了RJR纳比斯柯公司。纳比斯柯公司由RJ·雷诺兹1875年创建，目前是美国食品与烟草工业巨头，烟草生产及经销规模仅次于生产万宝路香烟的菲利普·莫里斯公司，香烟品牌包括骆驼、沙龙、云丝顿。虽然RJR纳比斯柯公司在1989年至1990年期间在正常履行偿债义务，但由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于整个垃圾债券市场的垮台，城门失火，殃及鱼池，RJR 纳比斯科债券的价格受大市株连，也与其他垃圾债券一样急剧下跌。巴菲特却在此期间大量买入 RJR 纳比斯柯公司的债券。

这段时期内，大多数垃圾债券看上去仍然毫无吸引力。但巴菲特认为，RJR 纳比斯柯公司受到了不公正的惩罚。这家公司稳定的产品销售产生了足够偿付债务的现金流。而且，RJR 纳比斯柯公司曾经以十分有利的价格成功地卖掉了它的部分业务，并以此降低了负债比率。巴菲特分析了投资 RJR 纳比斯科公司债券的风险后认为，这家公司的资信比那些抛售该公司债券的投资者们所认识的要高。投资 RJR 纳比斯科公司债券可获得 14.4%的收益（相当于一个企业的盈利水平），并且其低落的价格还提供了潜在的资本收益。

1989 年—1990 年两年中，巴菲特以低于债券面值的价格购买了 RJR 纳比斯柯公司 4.4 亿美元的垃圾债券。1991 年春，RJR 纳比斯柯公司宣布将按债券的票面价值赎回大部分垃圾债券。这一公告使其债券价格上涨了 34%，巴费特从中获得了 1.5 亿美元的资本收入。

套　　利

巴菲特有时也持有中期免税债券作为现金的替代物。他意识到，以投资中期免税债券（国债、地方政府债券或市政债券）代替短期国库券，要承担由于被迫在不适宜的时机出售而带来本金损失的风险，但这些免税债券提供了比国库券更高的税后收益。因此，收入的增加抵消了可能的损失。不过，巴费特认为，中期免税债券并不是国库券唯一有利的投资替代工具。面对更多拥有的现金而不是投资设想，巴菲特偶尔也进行套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利，简而言之，就是在一个市场购买一种证券同时在另一市场卖出同一种证券。目的在于从两个市场的价格差异中赚取利润。比如，如果一家公司的股票在伦敦市场上报价为每股 20 美元，而在东京市场上为 20.01 美元，套利者就可以通过在伦敦市场买进这家公司的股票而同时在东京市场卖出相同数量的该公司股票而获利。在这个例子中，套利活动不存在资本损失的风险。套利者仅仅因市场之间缺乏效率而获利。所以又称为无风险套利。另一类套利为风险套利，即买卖一种证券的目的在于期望从某些宣告的价值中获利。

风险套利最普遍的方式是购买一种相对其未来价值处于折价状态的股票。这种未来价值一般以公司兼并、清算、标购或重组为估价基础。套利者面对的是该股票宣称的未来价格不能兑现的风险。巴菲特认为，为了估计风险套利的机会，必须明确四个基本问题："(1)承诺的事件确实发生的可能性有多大？(2)资金将可能被冻结多长时间？(3)可能会发生哪些利好事件？例如，受到竞争性标购。(4)如果这些事件因反垄断法或融资困难而流产时会发生什么情况？"

为帮助股东们理解套利的优越性，巴菲特介绍了他用阿卡塔公司进行套利的故事。1981 年，阿卡塔公司同意将公司卖给 KKR 公司。阿卡塔公司当时的业务包括林业产品和印刷。另外，1978 年，美国政府曾以 9800 万美元的价格强行从阿卡塔公司购买了 1 万多英亩的红杉树林来扩展国家红杉公园。9800 万美元以分期付款方式支付给阿卡塔公司，欠款按 6%的单利支付利息。阿卡塔公司抗议说政府出价过低，6%的单利也偏低。1981 年，阿卡塔公司向法院提出诉讼，要求政府予以补偿。阿卡塔公司的价值为它的经营业务加上潜在的政府补偿支付。KKR 公司提出按每股 37 美元再加上政府可能补偿款项的 2/3 的出价收购阿卡塔公司。

巴菲特分析了 KKR 对阿卡塔公司的收购。他指出，KKR 公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司在并购融资方面的历史记录一直很好，即使 KKR 放弃这项交易，阿卡塔公司也会另找一个收购者，因为阿卡塔公司董事会已决定将公司出售。最后一个需要回答的问题比较难一些，即政府从阿卡塔公司收走的红杉树林价值到底有多大?巴菲特认为，由于有政府部门的参与，要作出合理的估价是相当困难的。

巴菲特从 1981 年秋天开始以每股约 33.5 美元的价格收购阿卡塔公司股票。截止到 11 月 30 日，已持有 40 万股阿卡塔公司股票，大约占阿卡塔公司股份总数的 5%。1982 年 1 月，巴菲特又以每股约 38 美元的价格再次购入了 25.5 万股阿卡塔公司股票。此时，阿卡塔与 KKR 正式签定了收购协议。虽然交易过程复杂，但巴菲特仍愿意支付比 KKR 提出的每股 37 美元更高的价格，表明了他坚信阿卡塔公司要求政府追加红杉树林补偿的诉讼是有价值的。

几星期后，这项买卖开始渐露眉目。首先，出乎巴菲特所料，KKR 在筹集收购资金时遇到了困难。阿卡塔公司股东大会推迟至四月举行。KKR 由于无法筹集全部收购资金，决定将收购价降为每股 33.5 美元。而阿卡塔公司董事会拒绝了 KKR 的新报价。三月底之前。阿卡塔公司接受了另一家公司提出的每股 37.50 美元，另加上潜在的政府补偿价值 1/2 的竟标。巴菲特在阿卡塔公司 2,290万美元的投资获利 170 万美元，取得令人满意的 15%的年回报率。

几年后，巴菲特在阿卡塔公司的套利投资还获得了另外一项盼望已久的收益。在阿卡塔公司与政府打官司过程中，法庭指定了两个调查团，一个给红杉树林估价，一个确定合适的利率。1987 年 1 月，第一个调查团宣布，红杉树林的价值不是 9790 万美元，而应该是 2.757 亿美元；接着，第二个调查团宣布，适当的利率应定为 14%的复利，而不是 6%的单利。法庭裁决政府应支付给阿卡塔公司 6 亿美元。虽然政府进行了上诉，但最终结果仍确定为 5.19 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。巴菲特从中获利 1930 万美元，相当于每股阿卡塔公司股票增收了 29.48 美元。

巴菲特已有几十年的套利历史。不过，大多数套利者每年可能参与五十次或更多的套利交易，但巴菲特只寻求若干次大交易。他把参与套利活动限定在公开、友好的交易上，拒绝在收购方不明确或有欺诈迹象的交易上进行投机套利。巴菲特从未精确计算过多年来的套利业绩，但他估计大约有 25%的年平均收益。虽然巴菲特经常把套利作为投资短期国库券的替代方式，但巴菲特对套利的兴趣随贝克夏·哈斯维公司的现金储量而起落。他解释说，套利可以防止他放松对投资长期债券的严格控制。

由于贝克夏·哈斯维公司在套利交易中获得了成功，股东们不理解为何巴菲特要放弃套利战略。众所周知，巴菲特的投资回报率往往比他自己预计的要高，但 1989 年以后，套利交易状况发生了变化。杠杆收购市场的繁荣带来的金融过热正在形成一种受热情驱使、无法抑制的环境。巴菲特不清楚何时借款者和收购者会找回他们的感觉，但他经常在别人轻率决策时谨慎行动。甚至在联合航空公司收购受挫之前，巴菲特已在撤出套利交易。可转换优先股的出现使巴菲特可以更轻松地从套利中交易中撤回。

可转换优先股

可转换优先股是一种兼具普通股和债券特性的混合型证券。一般来说，这种优先股给投资者带来的短期收益比普通股更高。这种高收益保护了投资者免受股价下跌的危险。如果普通股价格下跌，可转换优先股的高收益可防止它和普通股跌得一样低。理论上，可转换优先股的价格将跌至具有相同的短期收益水平、信用以及到期日的不可转换债券价格大致相同的水平上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换优先股还给投资者提供了从普通股潜在增值中获利的机会。由于它可以转化为普通股，当普通股价格上涨时，可转换优先股的价格也会上涨。由于可转换优先股提供了高收益和潜在的资本收益机会，它的转换价格通常高于公司普通股当前价格，称为转换溢价。典型的转换溢价约在20%～30%之间，这意味着若要在转换过程中不遭受价值损失，转换后，普通股价格至少应上涨20%～30%。

巴菲特开始投资可转换优先股时，许多人对此困惑不解，巴菲特的行为究竟是发行可转换优先股的公司业务发展的需要，还是仅仅作为对他个人保护这些公司免遭敌意并购者袭击的一种奖励？因为在巴菲特的每一笔可转换优先股投资中，所投资的公司如所罗门、吉列、优胜国际和美国航空公司等都受到了敌意接管集团的挑战。所罗门公司的潜在接管者为雷沃龙集团的罗纳德·普里曼，吉列公司则遭到柯尼斯顿公司的袭击，而美国航空公司则受到米切尔·斯特恩哈特的接管威胁，优胜国际公司虽未陷入火烧眉毛的敌意并购危险之中，但通过向巴费特发行3亿美元的可转换优先股，阻止了潜在的接管。巴菲特将这些公司从敌意并购者的侵犯行动中解救出来，因此被称为行狭仗义的“白衣骑士”。

所罗门公司(Salomon)

在1987年10月纽约股市暴跌前不久，巴菲特宣布，他已投资7亿美元购买了所罗门公司(全球著名的投资银行和交易经纪商)新发行的红利收益率为9%的可转换优先股，这笔可转换优先股三年后可以按每股38美元的价格转换为所罗门公司的普通股。所罗门公司则可以在1995年10月以后的5年内将其赎回。当时，所罗门公司的普通股市价约为每股33美元。该可转换优先股以面值的115%溢价发行。巴菲特的这笔投资要想不亏损，则可转换优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先股转换为普通股后，所罗门公司普通股股价必须至少上涨15%。

1987年，罗纳德·普里曼企图接管所罗门公司。公司总裁约翰·加特弗兰德认为，将公司出售给普里曼并非良策。于是，加特弗兰德转而向巴菲特求援。巴菲特和加特弗兰德彼此认识了好几年。1976年，加特弗兰德帮助政府雇员保险公司从濒临破产的边缘走向复苏。从那以后，巴菲特多次注意到，加特弗兰德坚持把客户利益放在首位，不惜舍弃那些对公司有利可图但有损客户利益的交易。巴菲特评论说，加特弗兰德的这些行为在华尔街是非比寻常的。加特弗兰德是他信任和尊敬的人。

在巴菲特眼中，所罗门公司的可转换优先股是一种中期固定收益证券。众所周知，巴菲特对投资银行业务并没有特别深入的研究，对预测投资银行企业的未来现金流毫无把握。巴菲特解释说，正是因为这种无法预见性，他才投资所罗门公司的可转换优先股而非普通股。他相信，随着时间的推移，所罗门公司"领先而又高效率的融资技术和经营决策能力会产生良好的权益资本收益率。转换权最终将被证明是有价值的"。

1986年，所罗门公司的普通股市场价格曾高达59美元，比巴菲特持有的所罗门公司可转换优先股的转换权价格高出55%。如果所罗门公司普通股价格在可转换优先股发行后的三年内能再次达到这一高值，则巴菲特在所罗门公司可转换优先股上的投资总收益（包括转换前的红利收入和转换收入）将达到88%，年收益率为29%；如果所罗门公司普通股股价五年后能达到59美元，则其可转换优先股的年收益率将是17.6%。尽管17%的年收益率低于巴菲特的普通股组合投资收益率，但明显高于大多数商业企业，并且几乎是长期债券收益的两倍。巴菲特始终认为，尽管可转换优先股具有转换潜力，但其价值的绝大部分在于它的固定收益特性。正是这个特性把巴菲特在所罗门公司可转换优先股上的投资从两个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时未觉察到的灾难中解救出来。

巴菲特买入所罗门公司可转换优先股后不到一个月，即 1987 年 10 月，便发生了纽约股市暴跌（见图 6.1）事件。所罗门公司股票价格跌至 16 美元，如果巴菲特投资的是该公司普通股，就会损失一半的投资。1987 年底，所罗门公司努力使股票价格回升到 19 美元，但巴菲特要想实现正常转换，所罗门公司的股价还需上涨一倍。1988 年，所罗门公司的股价又上升了 23%，年底达到 24 美元。在 1989 年 10 月 13 日再次发生市场衰退前缓慢上升到 29 美元，衰退后又滑落至 23 美元。所罗门公司的股票价格再次超过可转换优先股转换价格（每股 33 美元）时，已是 1991 年。在公司 1991 年 8 月触犯美国财政部国债买卖规则一事披露前不久，股价达到了 37 美元。这之后发生的事更多地展示了巴菲特的管理才能，而不是他对所罗门公司的投资。

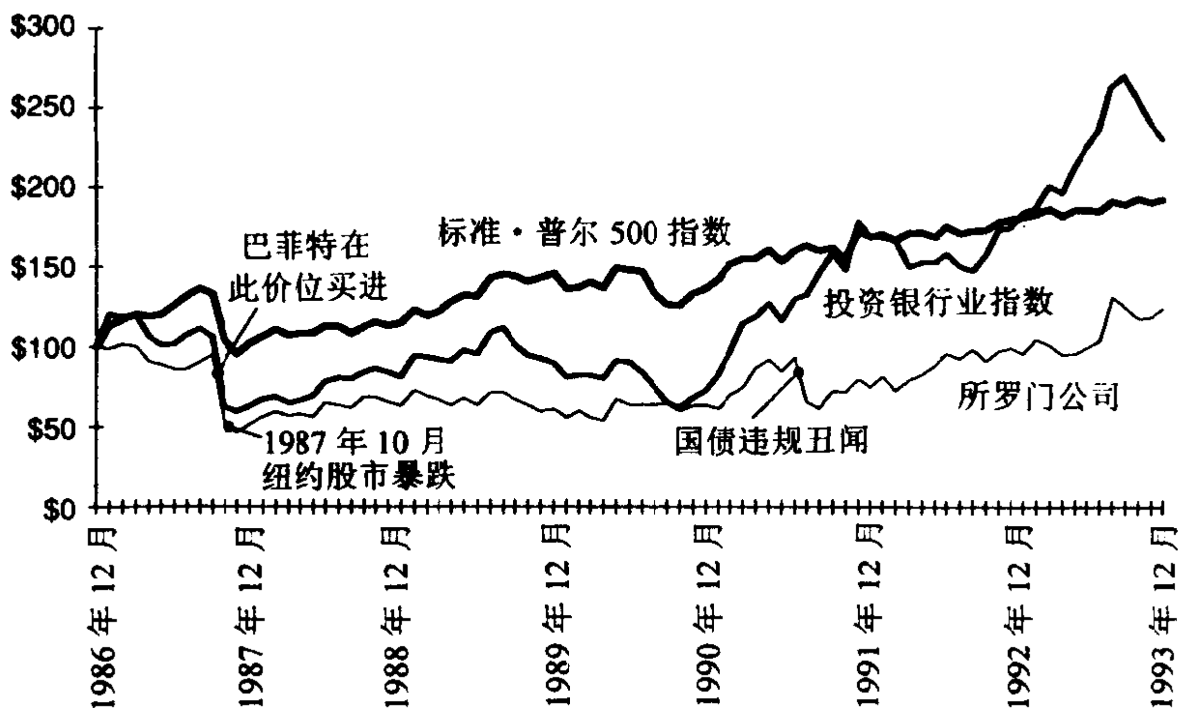


图 6.1 普通股价格比较——所罗门公司与 S&P500 指数及投资经纪业指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特回忆说："1991 年 8 月 16 日早晨 6：45，我接到所罗门公司高级管理人员打来的电话，告诉我他们准备辞职"。一星期前，所罗门公司公开承认，它在五月份两年期国债发行招标中，控制了总规模 95％，违反了国债拍卖规则。国债拍卖规则明确规定，任何一家公司在一次拍卖中的购买量不得超出总发售量的 35％。所罗门公司不仅大大超出了一这限额，而且还对当局隐瞒这次违法行为达数月之久。加特弗兰德在事件公告后才得知公司的违规行为。他与公司其他高级经理们一样，因未及时告知当局而受到指责。指责相当严厉，加特弗兰德除了辞职别无选择。

巴菲特诙谐地认为，所罗门公司的这次事件只是个小问题。因为所罗门公司的负债规模仅次于花旗银行集团，比其他任何美国一家公司都多。而且，其中的一半债务将在几周内到期。如果所罗门公司倒闭了，对美国金融的冲击将与对巴菲特的贝克夏·哈斯维公司的影响一样巨大。巴菲特看到，除了使政府管理机构、政客、公司股东和客户们确信所罗门公司值得保留外，没有其他办法能挽救所罗门公司。巴菲特毛遂自荐，愿在危机解决以前担任所罗门公司董事会的临时主席。不夸张地说，正是巴菲特在所罗门公司接受调查期间表现出的独具风采的领导能力防止了所罗门公司的崩溃。

接下来的十个月中，巴菲特任命德尔克·毛汉担任所罗门兄弟公司董事长兼总裁，所罗门兄弟公司是所罗门公司下属的投资银行部。德尔克·毛汉在此以前，在东京掌管所罗门公司颇具盈利能力的远东业务。接着，巴菲特又任命门格·托勒斯-奥尔森律师事务所的合伙人小罗伯特·邓汉姆为所罗门公司的首席律师。邓汉姆与巴菲特一起，就公司违法投标的 2.9 亿美元清算问题与联邦管理当局进行谈判。最后，巴菲特重组了所罗门公司的管理、奖励和业绩评估系统。1992 年 6 月，巴菲特临时主席职务终止，他提名小罗伯特·邓汉姆担任所罗门公司董事长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所罗门公司违法操作事件披露后，公司股票价格跌至 16 美元，又回到了 1987 年 10 月股市暴跌后的价格水平。从 1991 年 9 月巴菲特管理所罗门公司开始，所罗门公司股票价格稳定上升。1993 年 12 月，即违法事件曝光的 28 个月后，公司股票价格上涨了 193%，达到 47 美元。尽管这一复苏令人吃惊，但所罗门公司可转换优先股的表现相对令人失望。自 1987 年以来，所罗门公司普通股价格不仅拙于标准普尔 500 种股票指数，而且也落后于其他经纪公司。巴菲特在所罗门公司投资的可转换优先股，包括转换前的分红和转换收益在内，在过去 6 年中的平均收益率只有 13%，低于商业企业的平均收益率，但明显高于其他中期固定收益证券。

很明星，所罗门公司的业绩之所以低于平均水平，很大程度上是管理行为方面的原因。这也是巴菲特的投资首次因公司高级主管的非法行为而蒙受损失。如果说巴菲特在评价企业时犯过错误的话，他自认为是由于他对所投资的公司未来经济状况理解错误的结果，而不是该公司管理人员的行为是否符合道德的问题。巴菲特总结说，“在评价个人时，应重点考察三项特征：正直、智慧和活力。如果不具备第一点，那么后面两项会害了你。”从财务方面的分析很难预测到所罗门公司的管理问题。巴菲特认为，所罗门公司必须由一位优先考虑保护股东权益的非行政管理人员担任董事长，这样会有助于公司今后的问题得到迅速和公开的处理。

1994 年 2 月 3 日至 1994 年 3 月 4 日，巴菲特买进了 5,519,800股所罗门公司普通股，加上 1993 年 11 月买入的 495,200 股，巴菲特共持有 6,015,000 股所罗门公司普通股和 700,000 股优先股。巴菲特成为所罗门公司普通股股东后，对该公司的信心明显增强。不过，所罗门公司仍是一家交易经纪公司，因此，其收益必然变化不定。不过，希斯糖果店的利润也同样变化不定。生意在圣诞节期间极好，而在七月份则少得可怜。巴菲特指出，“条条大路通罗马”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特对所罗门公司信心的增长来自于他安置在那里的新的管理班子和控制机制。德尔克·毛汉的奖金与所罗门公司兄弟投资银行的股权收益率紧密相关。如果公司经营得好，股东确实满意，毛汉的奖金就会显著增长。如果股东不满意，毛汉的薪水也高不了。巴菲特对所罗门公司董事长小罗伯特·邓汉姆也很满意。巴菲特说，“所罗门公司并非一家像吉列公司或可口可乐公司那样可以让人完全放心的企业，但我们有一批出色的人才在经营所罗门公司。”

美国航空公司(USAir Group)

1989 年 8 月 7 日，巴菲特投资 3.58 亿美元，购买了美国航空公司红利收益率为 9.25%的可转换优先股。这些可转换优先股可以按每股 60 美元的价格转换为该公司普通股。如果巴菲特不进行转换，美国航空公司必须在十年内赎回这笔可转换优先股。当时，美国航空公司普通股市价为 50 美元。巴菲特事后反思说，这次投资在时间上“发生了惊人的巧合，我几乎是正好在这家公司刚出现问题时买入的。”

美国航空公司的业务量在全球同行中位据前 10 名。巴菲特投资该公司的可转换优先股时，他估计这家公司会从收购派德蒙特航空公司产生的整合效应中获利。而且，当时航空运输业是相当稳固的。美国航空公司曾经给经济界留下了深刻的印象。1981 年至 1988 年，它的权益资本收益率平均达到 14%，税前经营利润率在 8%至 12%之间，公司股票的市场价值从 2 亿美元增至 15 亿美元。

不过，巴菲特对航空运输业经营特点不甚了解，不知道如何预测这一行业的经济状况。因此，巴菲特选择了投资可转换优先股而不是普通股。巴菲特说，“这并非意味着我们预计美国航空公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前景暗淡。我们是不可知论者，而不是无神论者。我们对这个行业缺乏足够的信心，这意味着我们必须将我们在这个行业的投资构筑得不同于我们在那些显然拥有辉煌经济征兆的行业的投资”。

虽然如此，巴菲特还是相信在可以忍受的经济条件下，美国航空公司普通股会走势良好，因而该公司可转换优先股价值也会相应随之增长。这次投资最终并不成功。不过，巴菲特善于吃一堑，长一智，从中又学到了新的东西。

巴菲特后来总结说，美国航空公司的问题是由它对派德蒙特困难重重的兼并和航空业的老板们不理性的行为造成的。巴菲特承认他本应该料到对派德蒙特的兼并会导致混乱。因为兼并往往会导致这种结果，航空业的兼并尤其如此。所幸的是，美国航空公司董事长柯罗迪和副董事长斯科菲尔德很快纠正了这次兼并带来的麻烦。然而，这并不能阻挡不久之后吞没整个航空业的混乱。

航空服务是一种普通的商业产品。消费者经常基于对价格的考虑做出选择。航空公司在竞争市场份额的过程中，不断降低价格。巴菲特指出，“航空业的经济状况正在以值得警惕的速度恶化，并由于某些公司错误的价格战术而不断加剧。”这种价格行为在破产的航空公司中尤为普遍。一旦一家航空公司被列为破产者，它就可以在不受债务制约的条件下继续向顾客提供航班服务。由于对现金的紧迫需求，破产的航空公司为获取现金往往以低于成本的价格出售机票。健康正常的航空公司被那些已经破产但仍在经营的航空公司的愚蠢行为拖垮了。即使如此，巴菲特仍认为，除非航空业中有一大批公司倒闭，否则，他在美国航空公司的投资是可以得到一笔合适的收益的。

1991 年不幸成为航空运输业历史上最糟糕的一年。在 14 个月的时间里，西方、泛美、大陆和环球等几大航空公司相继申请破产。在法庭的保护和鼓励下，这些航空公司都在继续经营，收取的费用比那些为保持赢利而奋斗的航空公司的经营成本还要低。法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庭正在制造一个危及整个航空业生存的多米诺骨牌连锁反应。仅1991年一年，航空业遭受的损失比自怀特兄弟第一次试飞以来航空业累计遭受的损失还要多。1991年，巴菲特投资3.58亿美元的美国航空公司可转换优先股市场价值只有2.32亿美元，损失了1.26亿美元。巴菲特事后说，“我们对美国航空公司的低估反映了这一行业的风险，即所有本行业的参与者实际上在相当长的时期内都无法获得利润，这是一个万万不可轻视的风险”。

巴菲特承认，虽然他了解航空业的竞争特性，但从未想到航空公司的老板们会做出扼断自己喉咙的举动。在经历了这次损失后，巴菲特认为，没有一个行业比航空业更糟糕了。这是一个固定成本开支巨大，供给能力又大大超出市场需求的行业。尽管不少航空公司在管理技巧上作出了种种努力，但得到的回报却只能是侥幸生存下来而无法盈利。

英国航空公司对美国航空公司的少量投资大大增加了美国航空公司存活的潜力。英国航空公司投资3亿美元，获得美国航空公司19.9%的具有投票权的股份。两家航空公司筹建跨大西洋的航空联盟，目的在于通过连接两家公司的航线，汇集双方的乘客。美国航空公司负责把美国方面的乘客运送至伦敦希思罗机场，在那里他们将换乘英国航空公司的飞机继续海外旅行。同样，英国航空公司则把欧洲的旅客运送到美国，再换乘美国航空公司的飞机继续旅程。从理论上看，这种联合是有意义的。当然，合并两家航空公司的服务并非易事。

巴菲特事后承认，投资美国航空公司的可转换优先股是个错误，“一个不必要的错误”。如同所罗门公司，美国航空公司的业绩不仅低于标准普尔500种股票指数的平均水平(见图6.2)，而且低于同行。一位哥伦比亚大学的学生曾问巴菲特，为什么投资美国航空公司，巴菲特幽默地回答说：“我的心理专家也问我这个问题，实际上我现在有800个电话号码，在我一有购买某航空公司股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的欲望时即可以拨通。我说，'我叫沃伦，我是一个航空爱好者'，可是他们打破了我的梦想"。

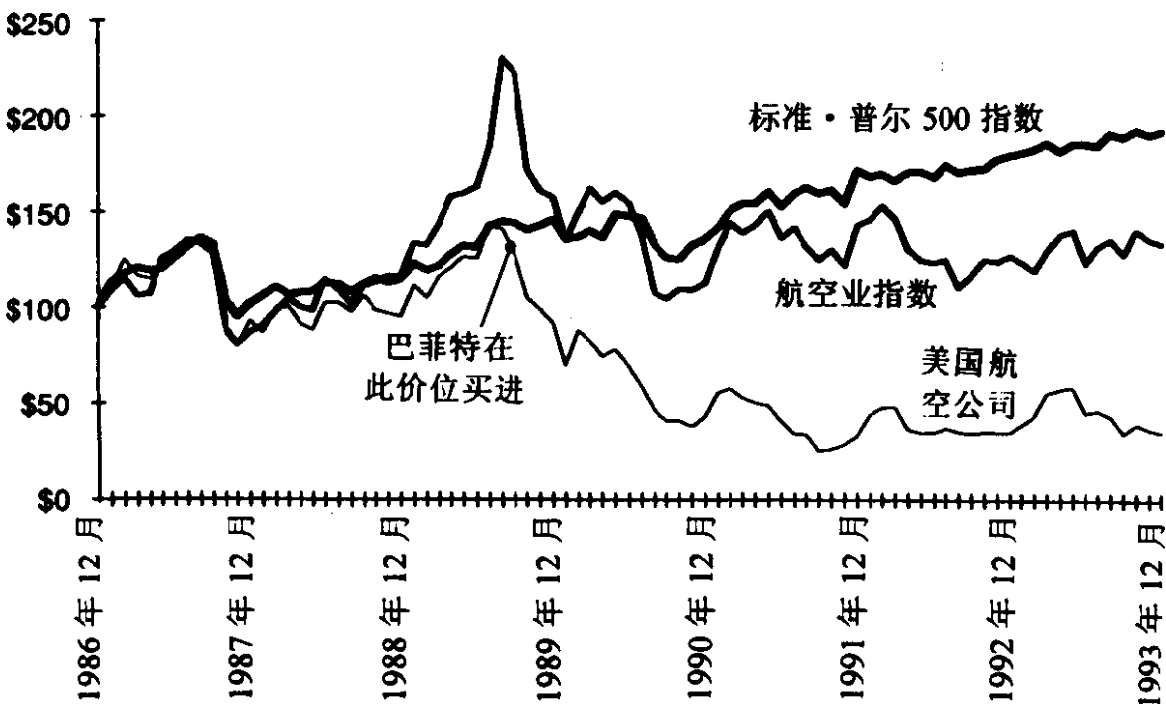


图 6.2 普通股价格比较——美国航空公司与 S&P500 指数及航空业指数

优胜国际公司(Champion International)

1989 年 12 月 6 日，优胜国际公司将 300,000 股可转换优先股卖给了巴菲特，这笔可转换优先股年股息为 92.50 美元，红利可累积支付，并可按每股 38 美元转换为 26.3 股优胜国际公司普通股。巴菲特购买这笔可转换优先股时，该公司普通股股价为 30 美元。

优胜国际公司董事长兼首席执行官安德鲁·西格尔曾经是敌意并购的反对者。由于他担心优胜国际公司很快会成为敌意接管者袭击的目标，于是邀请巴菲特投资入股。巴菲特认购了该公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换优先股，取得了该公司8%的控制权，可以用来阻止任何不友好的接管行动。

巴菲特对森工行业与对投资银行业和航空业一样不熟悉。由于无法预测这一行业未来的经济状况，他采用投资可转换优先股的方式来防避不确定因素。在巴菲特投资其可转换优先股前的十年里，优胜国际公司业绩平平，股票价格一直在22美元至40美元之间波动。尽管优胜国际公司的权益资本收益率在1987年和1989年曾达到12%，但权益资本收益率平均只有7%。负债/权益比率平均为60%。

这家公司最大的优点在于它的股票市价低于净资产帐面价值。它的帐面资产包括美术用纸制造厂和一片有价值的森林。这片森林面积有580万英亩，帐面价值15亿美元。公司还有木材销售业务，这项业务使公司拥有的森林价值接近26亿美元。当巴菲特投资该公司可转换优先股时，公司董事会已决定回购1000万股公司股票，并且已经回购了280万股。虽然造纸业和林业产品行业的经济状况并未给人留下好印象，但优胜国际公司因拥有大片森林而具有一笔尚未确认的价值。如果公司卖掉一些森林并用所得收入来回购股票，减少债务，那么公司普通股股价将会上涨，可转换优先股的价格也同样会跟着上涨。

尽管具备改善和发展的潜力，优胜国际公司的前进步伐却显得缓慢呆滞。公司在持续赢利15年后，1991年、1992年和1993年连续亏损。对纸制品微弱的需求加上过度竞争导致纸制品产品价格下降了25%，盈利能力的潜力已被削弱，股票价格走势继续软弱无力(见图6.3)。

虽然优胜国际公司的短期经营业绩落后于标准·普尔500指数和造纸/林产工业指数(见图6.3)，但它的长期价值中保留着所拥有的森林。巴菲特认为，对长期投资者来说，“木材公司是克服通胀和资本保值的好地方。历史记录显示，树木能够产生高于通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

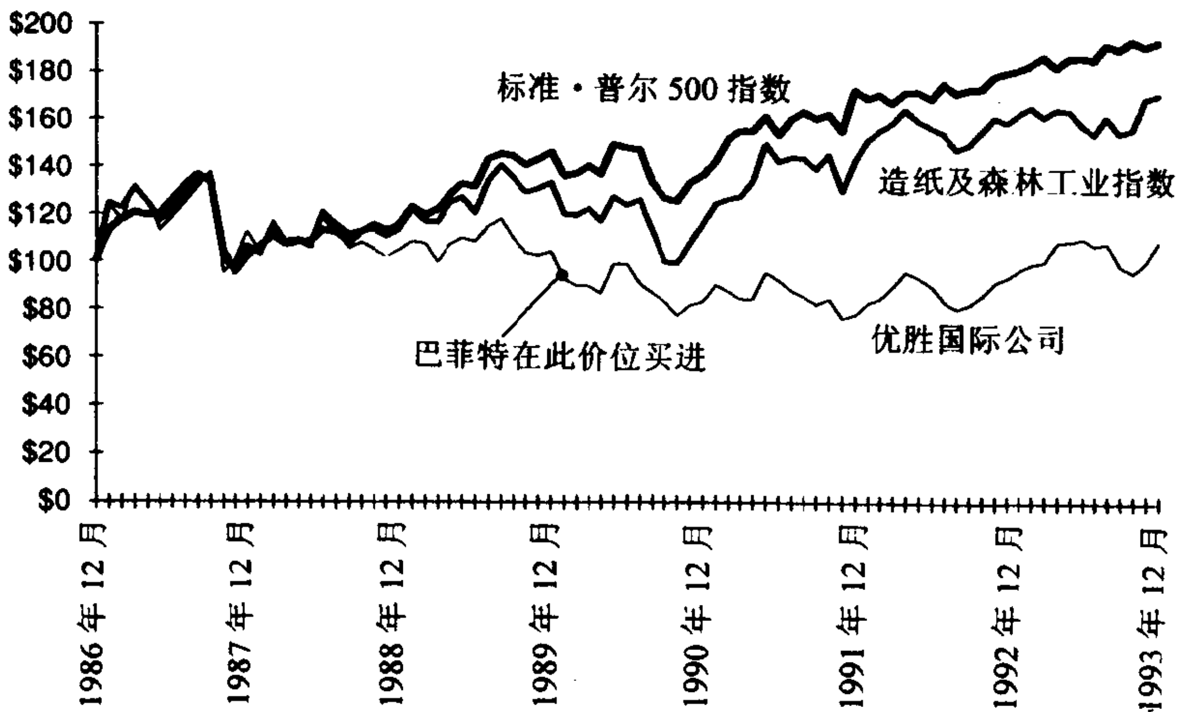


图 6.3 普通股价格比较——优胜国际公司与
S&P500 指数及森工行业指数

率 4%～6%的长期总收益。"巴菲特仍倾向于认为，今后几年中，宏观经济将处于高通胀状况，也许，优胜国际公司拥有的森林能使贝克夏·哈斯维公司实现通胀保值。投资者每持有 100 股优胜国际公司股票，就相当于拥有 5.5 英亩自然生长的树木。

美国运通公司(American Express)

1991 年 8 月 1 日，巴菲特投资 3 亿美元，购买了美国运通公司的可转换优先股。这笔可转换优先股不同于巴菲特持有的其他公司的可转换优先股。虽然它每年提供 8.85%的固定红利收益率，但必须在三年后才能转换，而且最多能转换成 12,244,898 股运通公司普通股。另外，如果巴菲特转换时，转换价值等于或超过 4.14 亿美元，转换率还要进行下调；如果运通公司普通股价格等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于或低于 24.5 美元(巴菲特的盈亏平衡点),转换期可以延长一年;但如果股票价格在转换延长期内为每股 20 美元,巴菲特也必须按此价格进行转换。运通公司向巴菲特发行可转换优先股时,它的普通股市价为 25 美元。

美国运通公司是美国最大的多元化金融服务公司,以旅行支票和运通卡最为著名。1991 年,运通公司进行了一项增资扩股行动。因为它的经纪业务部——莱曼兄弟投资银行在经历了一系列销帐之后资本贫乏。最初,公司信用卡部向莱曼兄弟公司提供了资金。但标准普尔评级公司随即将运通公司的高级债券由 AA 级降至 AA-,运通公司董事长兼总裁詹姆斯·罗宾逊因此陷入了困窘。政府雇员保险公司的前董事长、现任运通公司董事的杰克·拜伦建议罗宾逊与巴菲特接触,商讨可以迅速增加资本的股权投资问题。巴菲特回忆说,“我告诉杰克我会感兴趣,于是他让罗宾逊打电话给我”。一周后,运通公司以私募方式向巴菲特发行了 3 亿美元的可转换优先股。

为什么巴菲特会接受运通公司如此苛刻的限制条件呢?原因尚不清楚。上限封顶使巴菲特的资本收益不会超过 37%。如果运通公司股票价格升至 37.53 美元,运通公司有权选择最低为33.79 美元的价格将优先股赎回。尽管限制条件比较苛刻,巴菲特仍想投资。并表示愿意投资 5 亿美元,但罗宾逊只想发行 3 亿美元可转换优先股。巴菲特忠告外界,不要把他最新的行动当作什么神秘的事物。“对于我来说,事情只不过是当时可以得到什么,有什么替代方案。”当时可以得到的固定收益证券投资的替代物是 6%的短期国库券和 7.5%的长期国债。

1991 年 10 月,在巴菲特投资运通公司可转换优先股两个月后,该公司宣布了 2.65 亿美元的费用和第三季度利润下降 93%的财务结果,公司普通股价格很快跌至 18 美元(见图 6.4)。自那时起,运通公司股票价格一直无力回升。1992 年,公司出售了第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据公司(公司的信息服务子公司)46%的股份，获得 9.75 亿美元。1993 年，又将莱曼兄弟投资银行的经纪业务以 10 亿美元卖给普赖米利卡公司。运通公司还计划 1994 年将莱曼兄弟公司的投资银行业务和贸易业务以分立方式转给运通公司的股东。分立后，运通公司将保留与旅行服务相关的业务部(信用卡业务)、IDS 金融服务部(从事财务计划和投资的子公司)、运通银行和第一数据公司中 54%的股份。

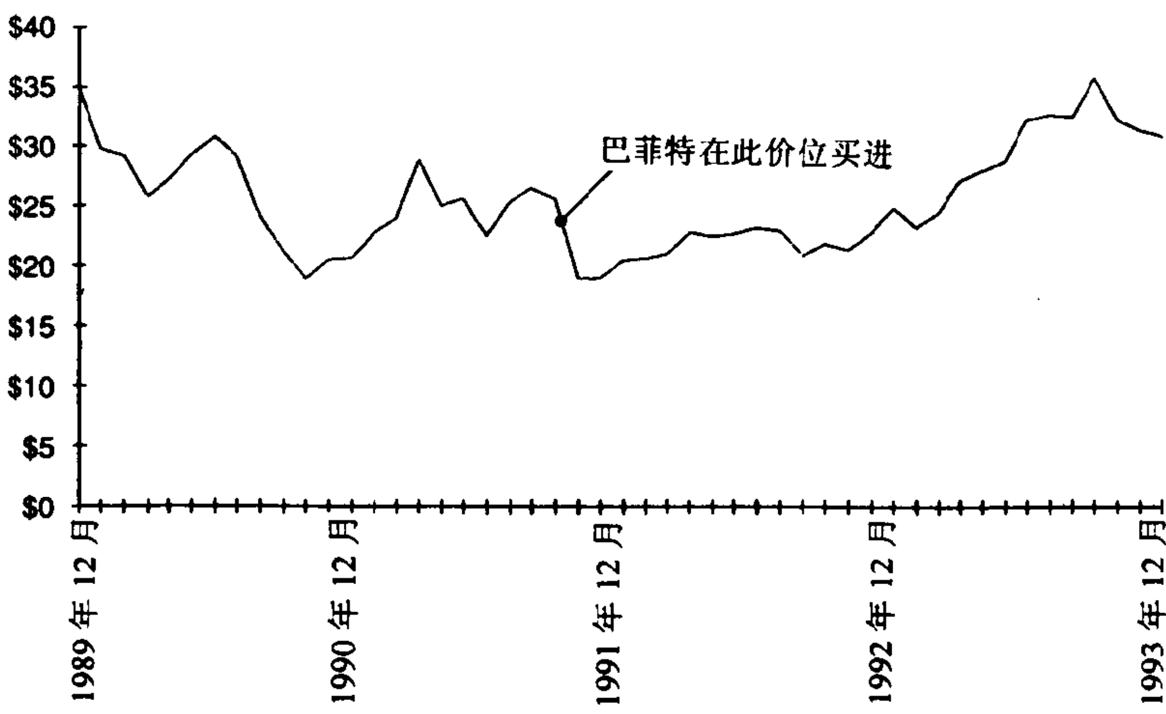


图 6.4 美国运通公司普通股市场价格

1993 年底前，运通公司普通股价格涨至 31 美元。如果巴菲特能在这个价位将手中的优先股全部转换为运通公司普通股，则可获益 8000 万美元。如果将转换前所得红利计算在内，年均收益率为 21%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换证券的实际价值

巴菲特把可转换优先股首先看作是固定收益证券，其次才是升值工具，记住这点很重要。人们经常把注意力集中在优先股对应的普通股的市场表现上，而忽视了优先股本身特有的优点。比如，所罗门公司的普通股市场价格为 22 美元时，一些分析家认为，所罗门公司转换价格为 38 美元的可转换优先股的价值只有其面值的 60%。巴菲特指出，按这种推理，“一定会得出这样的结论：可转换优先股的全部价值在于转换特权，于是所罗门公司不可转换优先股的价值将为 0，无论它的红利收益率多高，有无赎回条款”。巴菲特认为，贝克夏·哈斯维公司所持有的可转换优先股的价值主要来自于它的固定收益特性。因此，贝克夏·哈斯维公司手中的可转换优先股的价值不可能低于比同样的不可转换优先股，并且由于具有转换权，可转换优先股的价值可能会更高。

巴菲特预计贝克夏·哈斯维公司从可转换优先股投资中至少可收回初始投入的资金，还有转换前的红利收入。如果这就是巴菲特的全部所得，他当然也会感到失望。巴菲特明显意识到，为了得到比固定的优先股收益更高的回报，被投资的公司必须业绩良好。“这种情况的发生需要良好的管理和至少可以容忍的行业条件，”巴菲特认为，金融服务业看来要比航空业好得多。据此来看，投资所罗门公司和美国运通公司普通股的回报率应超过美国航空公司。虽然优胜国际公司自巴菲特投资以来表现不佳，但发展潜力仍然存在。作为一个控股集团，巴菲特从未奢望贝克夏·哈斯维公司在可转换优先股上的投资收益率能与一个优秀行业的经济状况比美。然而，他确实希望这方面的收益能够超过大多数固定收益证券投资组合的收益水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 股票投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特掌管的贝克夏·哈斯维公司除了在第五章中谈到的长期持有的普通股外，还持有其他五家公司股票的显著份额。1993年，贝克夏·哈斯维公司持有通用动力公司14%的股份，吉列公司11%的股份，威尔斯·法高银行12%的股份，以及联邦住房抵押贷款公司7%的股份和吉尼斯公司2%的股份。

长期持股和非长期持股的主要区别在于股东同企业管理人员的人际关系上。正如我们看到的那样，经过多年交往，巴菲特和自己长期持股公司的管理人员不仅建立了密切的商业联系，而且建立了一种心灵相通的私人友谊。

尽管个人关系影响到了贝克夏·哈斯维公司长期持有的普通股的卖出准则，但长期和非长期持有股票的买入准则却是一样的。巴菲特总是找出经济上充满吸引力的公司，这些公司由面向股东的管理者经营，同时这些股票也能在吸引人的价位得到。一旦购买了这些公司的股票，巴菲特非常乐意无限期地持有，只要这种投资能带来令人满意的回报，而且企业拥有富有竞争精神和诚实正直的管理人员，同时，股票市场没有哄抬该公司股票价格。

吉列公司(Gillette)

吉列公司是一个国际性的消费品制造和经销商，业务包括生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产和销售刀片、剃刀、洗用品、整容器械、文具、小型家务用具、口腔保健器具等。公司在28个国家和地区拥有生产厂，产品销往200多个国家和地区，国外业务在吉列公司的销售额和利润额中占60%以上。

准则：令人满意的长期发展前景

吉列公司由金·吉列在本世纪初创立。吉列年轻时就在考虑如何赚大钱。吉列的一位朋友曾建议他发明一种一次性产品。吉列在一家公司当推销员时，突然萌发设计一种可以更换的剃须刀片的想法。1903年，他建立了自己的公司，开始以每25个剃须刀5美元的价格出售吉列安全剃须刀。

吉列公司是当今世界上生产和销售剃须刀片和剃须刀的龙头老大。市场占有率高达64%，远远领先于居第二位的沃勒-兰伯特公司，后者的市场占有率只有13%。吉列刀片统治着全球市场，以至于在许多语言里，吉列成为"剃须刀"的代名词。在欧洲，吉列公司占有70%的市场份额，在拉丁美洲占有80%，而在东欧、印度、中国的销售也进入成长阶段。吉列公司在美国每销售一片刀片，就意味着在海外市场同时销出35片。尽管剃须刀只占了公司销售额的1/3，但却创造了公司2/3的利润。

准则：持续经营的历史

几乎没有一个公司能像吉列公司那样统率本行业如此之久。1923年，吉列公司是剃刀和刀片的市场领先品牌，1993年同样如是。多年来，吉列公司为了保持世界剃刀产品创新者的地位，花费了上亿美元进行研究开发。虽然威金森1962年第一个发明了镀膜不锈钢刀片，但吉列公司迅速作出了反应。1972年，吉列推出了双

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面刀片 Tral Ⅱ，大受市场青睐。1977 年，推出了可以旋转的剃刀。1989 年，又推出了深受消费者欢迎的感应剃刀，这种剃刀附加了一个独立刀片。吉列的不断成功是它注重创新和专利权保护的结果。

吉列公司的杰出成就令人眼红。但在八十代初期吉列公司也曾陷入了一个艰难的财务拮据境地。成功的公司经常吹嘘自己的财富，但吉列公司不这样，它始终是一个管理精心的公司。吉列公司八十年代的总裁高曼·莫克尔，削减了许多开支，包括降低生产成本、精简人员、停止经营不善的业务。在莫克尔的领导下，公司的生产率每年提高 6%。

吉列公司一度想淘汰价格低廉、利润微薄的可更换剃刀。1974 年，比克公司把它的可更换剃刀引入了希腊。比克公司起初认为可更换剃刀只能占据剃刀产品市场的 10%，但结果却占据了市场的 50%。吉列公司对 60 年代威金森公司率先推出镀膜刀片那惊险的一幕记忆犹新，对比克公司的威胁同样迅速作出了反应：用自己的可更换剃刀来对付比克公司的竞争。经过不遗余力的促销努力，吉列公司在可更换剃刀市场上迅速点据了领先地位。但是，尽管吉列公司的可更换剃刀价格有所提高，公司的经营利润率仍然下降了。

吉列公司最终推出感应剃刀，击败了比克公司的竞争。吉列推算出剃刀市场的一半是由 45 岁及以上男性组成，他们愿意为剃须更平滑的剃刀支付更高的价钱，而在这方面没有哪种剃刀比感应剃刀做得更好。公司于是停止了可更换剃刀的广告，转而把经费用于宣传推销感应剃刀。吉列公司这个战略充满了风险，但公司最终获得了成功。

八十年代的吉列公司充满生机和创新精神，这可以从公司内部得到许多明显的证据：研究开发部门正在开发一些令人激动的新产品。但许多投资者并未注意到这一点，他们更关注企业的其他方面。由于在利润微薄的可更换剃刀上竞争激烈，吉列公司似乎已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成了一个进入成熟期、增长缓慢的消费品公司，对并购者来说，仿佛收购吉列的时机已来到了。从 1981 年到 1985 年，公司的税前经营利润率徘徊在 9%和 11%之间，权益资本回报率为 20%(见图 7.1)。尽管 20%已经很不错了，但似乎没有再提高的迹象。吉列公司的收入增长也很有限，1981 至 1985 年，每年收入增长为 5.2%(图 7.2)。同时销售增长也相当缓慢，年增长率不到 1%。总之，公司看起来似乎进入了停滞状态。

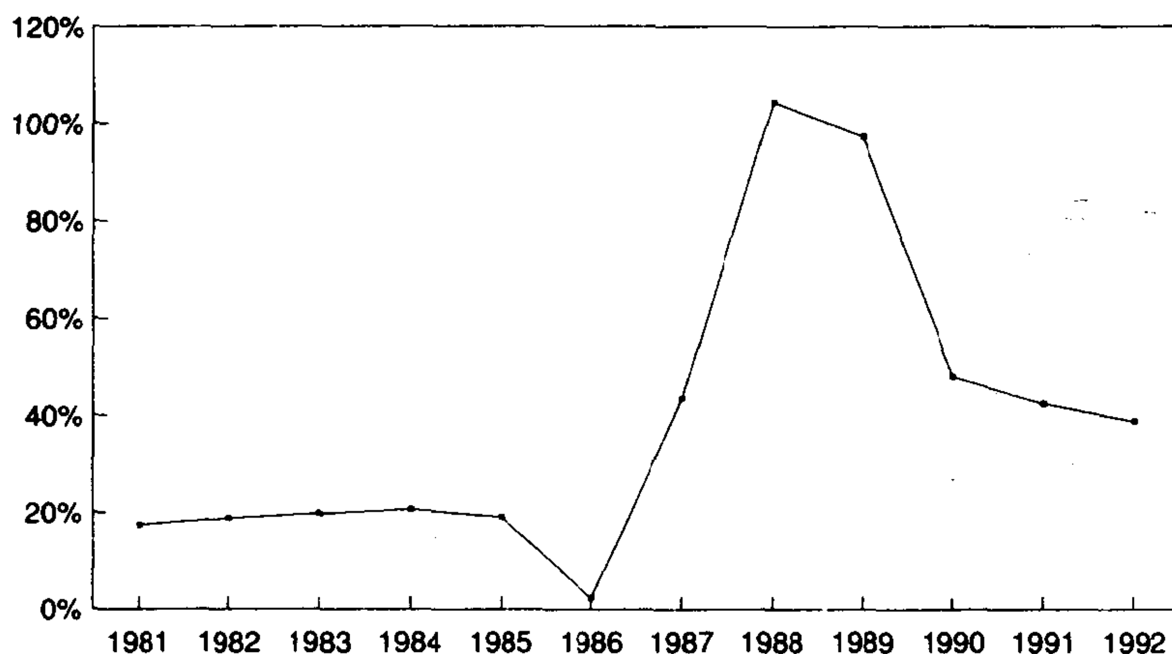


图 7.1　吉列公司权益资本收益率

莫克尔在这期间击退了四次并购接管企图，1988 年与柯尼斯顿公司的白热化对抗把争夺战推向了高潮。吉列公司勉强赢得了公司股东代理人的投票，仅取得 52%的支持率。而为了做到一点，公司不得不以每股 45 美元的价格回购了 1900 万股股票，而机构持有的吉列公司股份从 55%急剧下降至 35%。从 1986 年到 1988 年间，公司用 15 亿的债务代替了权益，以至于在一个短时期内，吉列公司的净资产帐户余额为负数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

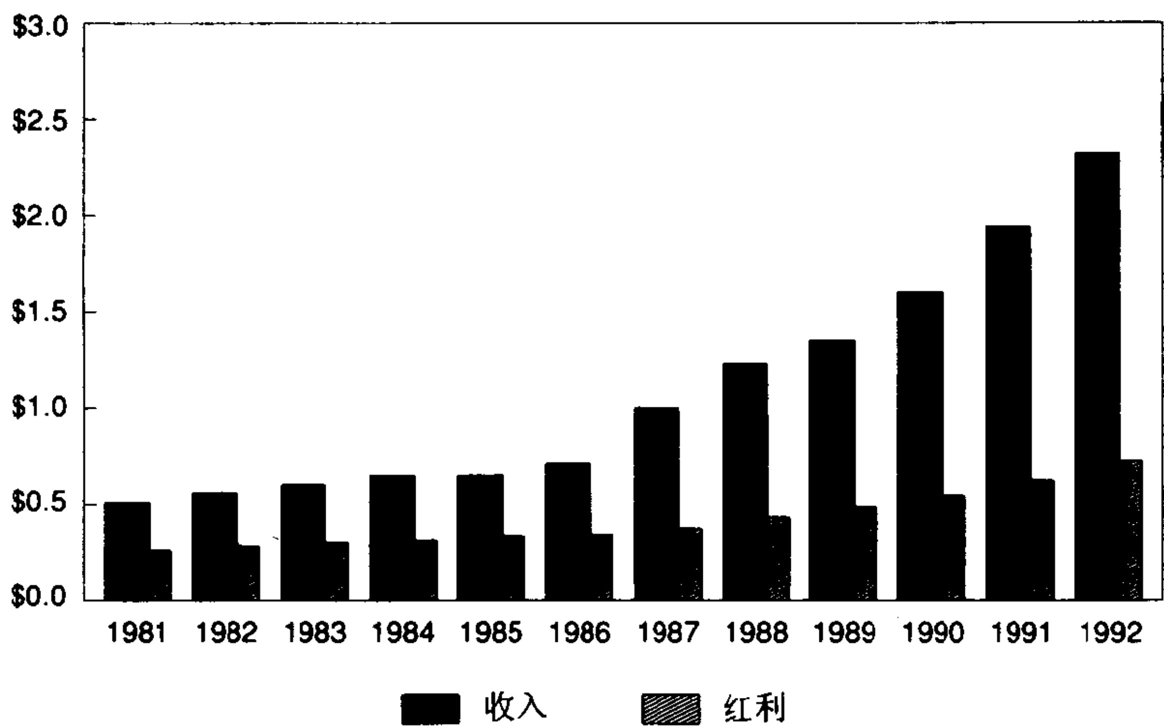


图 7.2 吉列公司每股收益及每股红利

准则：业务简明易懂

正当吉列公司陷入财务困境时，巴菲特打电话给他的朋友约瑟夫·西斯-吉列公司董事会成员，提议由贝克夏·哈斯维公司向吉列投资，提供它急需的资本。1989 年 7 月，吉列公司给贝克夏·哈斯维公司签发了价值 6 亿美元的可转换优先股，用这笔可转换优先股资本归还了部分债务。这笔可转换优先股的红利收益率为 8.75%，巴菲特可以按每股 50 美元的价格转换为吉列公司普通股（比吉列公司当时的股票价格高出 20%）。“吉列公司正是我们喜欢的那种公司，”巴菲特写道，“查理（门格）和我一致认为，我们了解该公司的经营状况，我们能对它的未来作出理智的预测。”1989 年，吉列公司好事成双，一是巴菲特加入了吉列公司董事会，二是吉列公司推出了感应剃刀（见图 7.3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

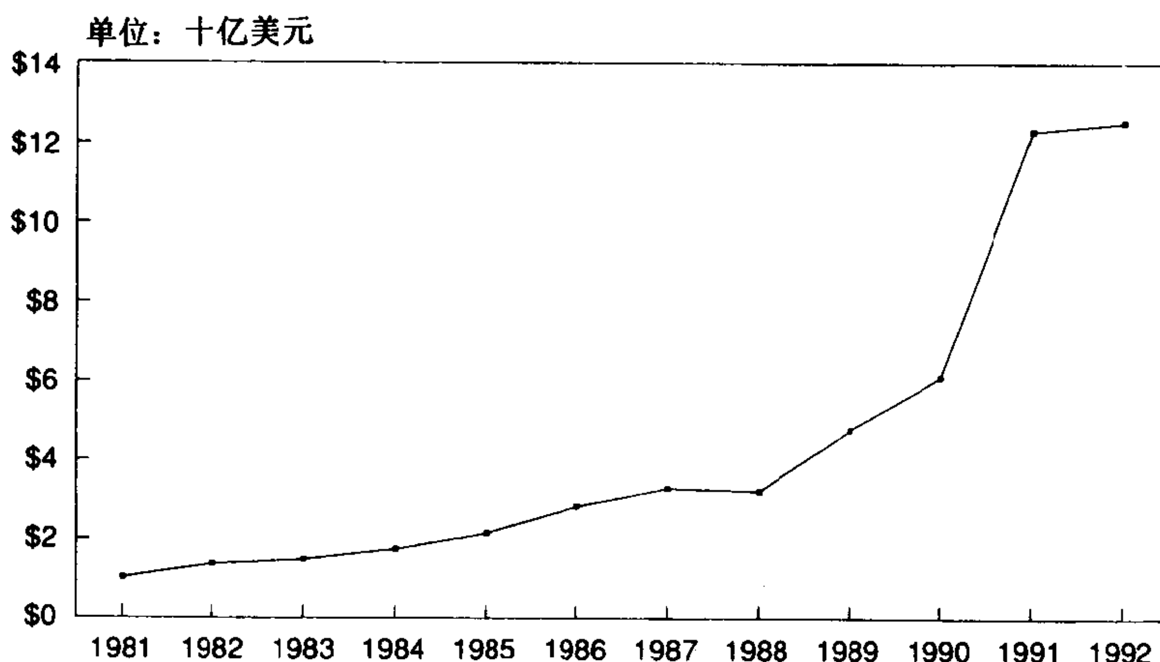


图 7.3 吉列公司普通股市场价值

吉列公司的可转换优先股附带了其他条件：(1)不允许巴菲特在两年内把它们转为普通股；(2)10 年后公司可以赎回；(3)当吉列公司普通股票价格格连续 20 个营业日超过 62.5 美元时，吉列公司有权按面值赎回该优先股。吉列公司推出感应剃刀后，生意兴隆、财源广进。每股收益以每年 20%的速度增长，税前利润率从 12%增加到 15%，权益资本收益率达到 40%，是八十年代的两倍之多。

1991 年 2 月，吉列公司公布了每股分割为 2 股的股票分割计划。当时，公司股票的市场价格为 73 美元，并且已连续 20 多个营业日超过 62.5 美元。于是，公司宣布将赎回巴菲特手中的吉列公司可转换优先股，巴菲特被迫将手中的优先股转换为 1200 万股吉列公司普通股，占吉列公司公众股份总数的 11%。在不到 2 年的时间内，巴菲特在吉列公司的 6 亿美元投资就增至 8.75 亿美元，这意味着高达 45%的年收益率(不包括转换前的红利收入)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：确定内在价值

目前，巴菲特持有吉列公司收益率为1.7%的普通股，这不同于先前持有的收益率为8.75%的可转换优先股。那种可转换优先股属固定收入证券，而普通股是一种直接的权益承诺。如果巴菲特要继续持有该普通股，必须确信在吉列公司的投资是有价值的。我们知道巴菲特能正确把握公司状况，并判断公司的长期前景是否有利。吉列公司包括权益资本收益率和税前利润率在内的财务指标在不断提高，它有提高价格的能力，因此保证了它的权益资本收益率高于平均水平，这表明公司的商誉在不断提高。莫克尔致力于减少吉列公司的长期债务并努力提高股票的内在价值。总之，吉列公司的股票具备所有值得购买的条件，对巴菲特来说，最后的问题就是确定公司价值，以确信吉列公司当前股票价格没有高估。

1990年末，吉列公司的股东收益为2.75亿美元（附录表A.21）。1987年到1990年，股东收益以每年16%的速度增长。尽管并不能根据这么短的时期去充分判断公司的长期成长，我们仍可以做一些确定性假设。实际上，1991年，巴菲特把吉列公司与可口可乐公司进行了比较，“可口可乐公司和吉列公司同是世界上最好的两个公司”，巴菲特写道，“我们可以预料在将来一些年里它们的收入将以强劲的速度增长”。

1991年初，美国政府三十年期债券到期收益率为8.62%，为保守起见，我们用9%的贴现率来对吉列公司估价。请注意巴菲特并没有在贴现率上增加投资风险补偿，这一点非常重要。和可口可乐公司一样，吉列公司收入的未来增长率有能力超过贴现率，所以我们可以再次使用2阶段贴现估价模型。如果我们假设公司收入在10年内以年均15%的速度增长，十年以后再以较低的5%增长率增长，那么以9%的贴现率贴现吉列公司整个90年代的股东收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，可以算出吉列公司的内在价值大约为 160 亿美元（见附录表 A.22）。如果我们把吉列公司未来十年的增长率下调到 12%，那么公司内在价值约为 126 亿美元。下调至 10%则约为 108 亿美元。即使增长率下降到 7%，公司的内在价值也至少有 85 亿美元。

准则：在有吸引力的价位上买入

从 1984 年到 1990 年，吉列公司股权资本年均收益率为 27%。1989 年，股票价格收益率为 48%（见图 7.4）。1990 年，也即巴菲特把吉列公司可转换优先股转为普通股的前一年，吉列公司股票价格上涨了 28%。1991 年 2 月，吉列公司股票价格达到了 73 美元（分割前），创公司股票价格的历史最高记录。当时，吉列公司有 9700 万公众股。巴菲特行使转换权后，股份总数增至 1.09 亿股，吉列公司股票的市场价值为 80.3 亿美元。

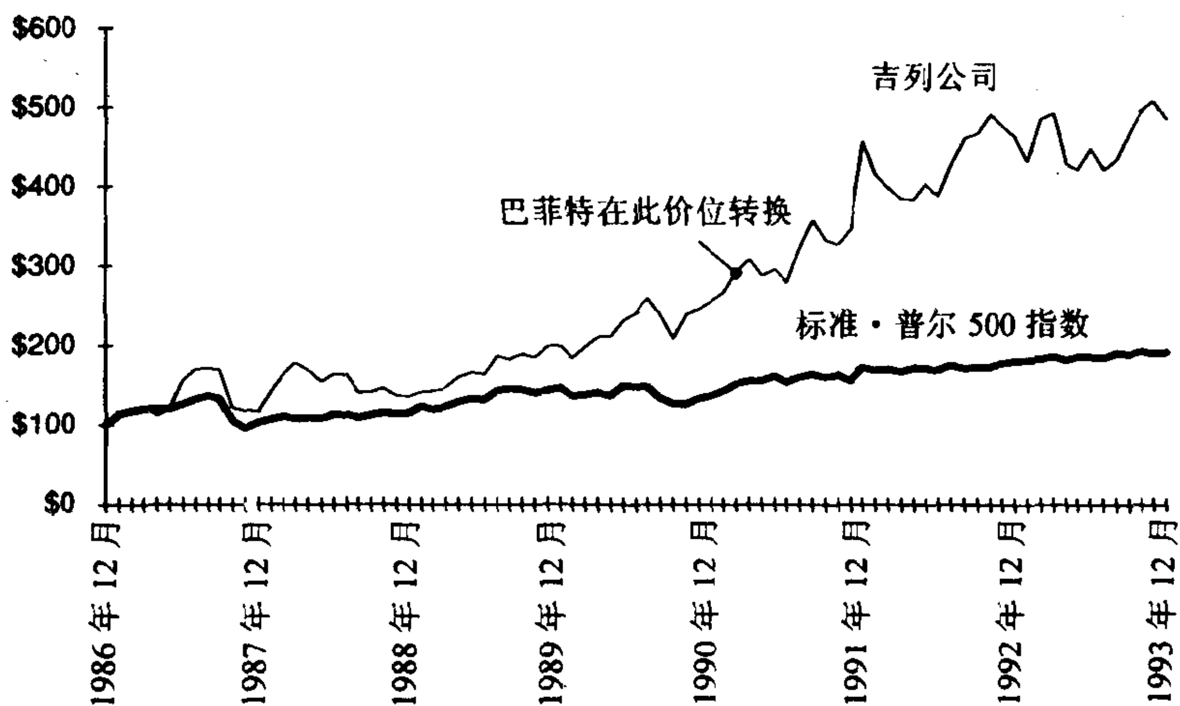


图 7.4 普通股价格比较——吉列公司与 S&P500 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在为吉列公司设定的各种增长率假设下，巴菲特把可转换优先股换成普通股时，吉列公司股票的市场价格分别是估算的内在价值的 50%(按 15%的增长率计算)、63%(按 12%的增长率计算)和 75%(按 10%的增长率计算)。如果增长率为 7%，吉列公司的内在价值为 85 亿美元，和市场价值差不多，显然，无论在何种情况下，吉列公司股票价格都没有高估。

准则： 1美元前提

1992 年末，分割后的吉列公司股票价格为 56 美元(折合到未分割前则为 112 美元)。巴菲特在吉列公司的 6 亿美元投资已升值为 7.65 亿美元，增值率为 27%。从 1988 年到 1992 年，吉列公司的市场价值增加了 93 亿美元。在这段时间内，公司赢利 16 亿美元，其中 5.82 亿美元分配给了股东，保留了 10.1 亿美元进行再投资。对于所保留的每一美元，公司对应的市场价值增加了 9.21 美元，这个业绩大大超过了平均水平。从与标准普尔 500 指数的对比中可明显看到这一点(见图 7.4)。吉列公司剃刀业务的迅速增长是其全球化经营战略的结果。在发展中国家，吉列公司剃刀的销售量以每年 30%的速度增长。如果公司进入印度和中国市场的话，销售量也会按此速度持续增长。在发展中国家，剃刀业务的经营利润率不像在美国那样高达 40%，但也接近于公司 20%的平均水平。吉列公司进入新市场的典型做法通常是先以利润不高的刀片打开新市场，然后逐步推出高利润的剃刀系列。因此，公司销售量和利润率都将稳步提高，巴菲特高兴地说："投资吉列公司后，每天晚上都能很愉快，因为我知道全世界有 25 亿男人每天早晨必须刮胡子"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用动力公司(General Dynamics)

通用动力公司经营两种不同的业务，它是美国设计和制造核潜艇的主要厂家，又是包括美国M1A1和M1A2型主战坦克在内的军用车辆的生产者。1990年，通用动力公司是美国第二大国防装备承包商，仅次于麦克唐纳·道格拉斯公司。通用动力公司为美军提供导弹系统(战斧、麻雀、毒刺和其他先进的巡航导弹)、空中防御系统、空中发射装置和战斗机(F-16)。1990年，公司实现销售总额100多亿美元。但1993年，公司销售额只有35亿美元。尽管销售额在急剧下降，但在这段时间内，公司股票价格却增长了七倍。

1990年柏林墙被推倒，象征着美国长期以来代价昂贵的冷战时代的结束。第二年，苏联的政治经济体制崩溃。从第一次世界大战到越南战争，随着每一个艰难的胜利，美国都不得不重新规划它的军备资源中枢。现在，随着冷战的结束，美国军事工业又开始了重组过程。

1991年1月，通用动力公司董事会任命威廉·安德斯为公司总裁，当时，通用动力公司股票价格已连续十年低于19美元。起初，安德斯企图使华尔街相信，通用动力公司即使在军备预算削减的条件下，仍能赚取高额盈利。安德斯开始对公司进行重组，着重去掉任何会导致分析家偏见的财务不明晰之处。他削减了10亿美元的资本支出和研究开发费用，解雇了数以千计的雇员，实行一种与通用动力公司股票价格表现挂钩的管理人员奖励计划。

安德斯不久就意识到军工行业的发展环境已发生了根本性的变化。为了成功，通用动力公司还必须采取一些重大措施以节约每一分钱。尽管已进行过重组，军工行业仍然面临着生产能力过剩的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题。显然，如果没有足够的军备业务，在更少的军备预算下，公司要么减小规模，要么兼营非军工行业，要么去垄断整个军工行业。

准则：惯性驱使

1991年10月，安德斯委托一个咨询小组研究军工行业。研究的结论是：如果军工企业经营非军工业务，失败率为80%。研究报告同时指出，只要军工行业存在生产力过剩，任何军工企业都不可能达到足够的效率。安德斯由此推定：为了使通用动力公司今后获得成功，必须使公司业务合理化。他果断决定，通用动力公司只保留满足以下条件的业务：(1)该项业务确实拥有一个能够接受延伸产品的市场；(2)业务能达到"严格标准意义上的大批量生产"，能平衡研究、开发和生产能力之间的关系，从而实现规模经济和增强财务强度。安德斯认为，达不到上述条件的业务应该卖掉。

安德斯经过分析后，确定了通用动力公司应集中在四个核心业务上：潜水艇、坦克、飞机和空间系统。通用动力公司在这些业务上处于市场领导者地位。这四项业务在军备预算萎缩的条件下仍能生存下去，其他业务则予以出售。1991年11月，通用动力公司以2亿美元的价格把数据库系统业务部卖给了计算机科学公司。第二年，又以6亿美元价格卖掉了一个飞机业务部，以后还把导弹系统业务以4.5亿美元的价格卖给了休斯公司。在不到六个月的时间里，公司通过卖掉非核心业务获得了12.5亿美元现金。安德斯的行动唤醒了华尔街，1991年，通用动力公司的股票价格上涨了112%，安德斯的后续行动引起了巴菲特的注意。

准则：管理行为理性

在拥有这么多现金以后，安德斯决定，首先要满足公司自身的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性的要求，然后，偿还债务、降低负债比率，增强公司的财务强度（见图 7.5）。尽管如此，通用动力公司仍有大量的现金盈余。安德斯深知，在消减军备预算的情况下，增加生产能力是不明智的，而投资于非军备行业又容易导致失败。最后，安德斯决定将多余的钱分配给股东。1992 年 7 月，通用动力公司以荷兰式拍卖方式，按每股 65.37 至 172.25 美元的价格回购了 1320 万股股票，减少了 30%的公众股（见图 7.6）。

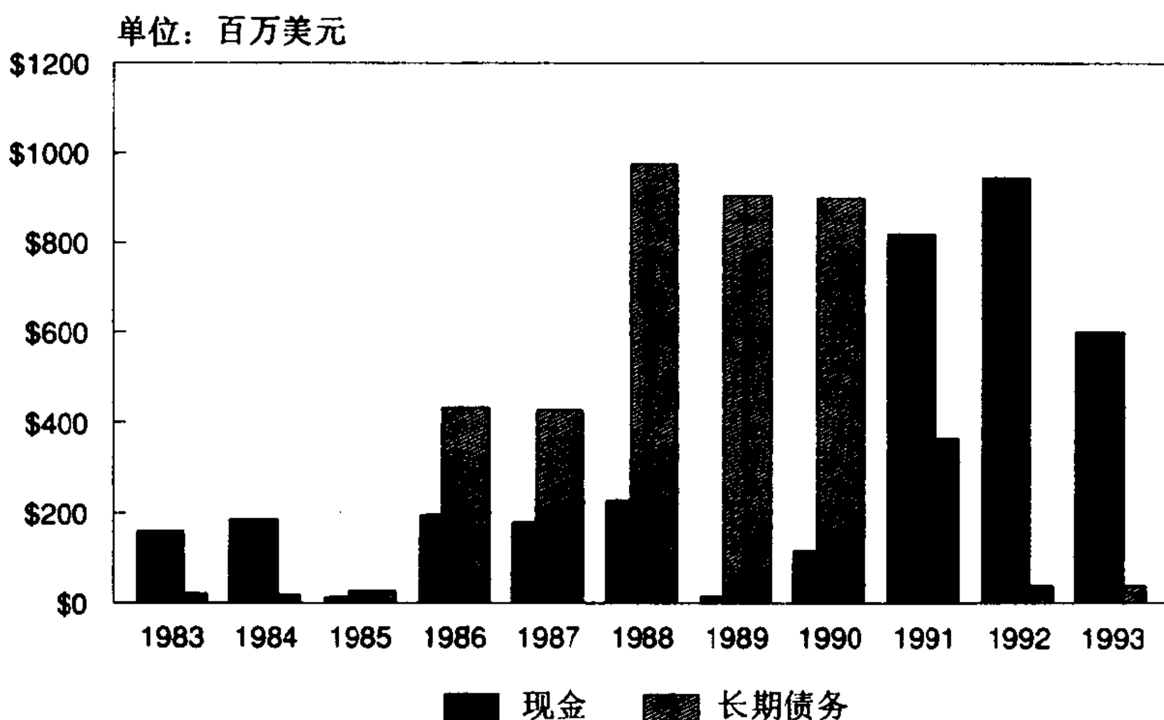


图 7.5　通用动力公司现金及长期债务

1992 年 7 月 22 日早晨，巴菲特打电话给安德斯，告之贝克夏·哈斯维公司下属的保险公司已购买了 430 万股通用动力公司股票（见图 7.9）。巴菲特告诉安德斯，通用动力公司的发展策略给他留下了深刻印象，他买入这些股票是基于投资目的。同年 9 月，巴菲特授权通用动力公司董事会代理贝克夏·哈斯维公司行使股票的表决权，条件是安德斯留任总裁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

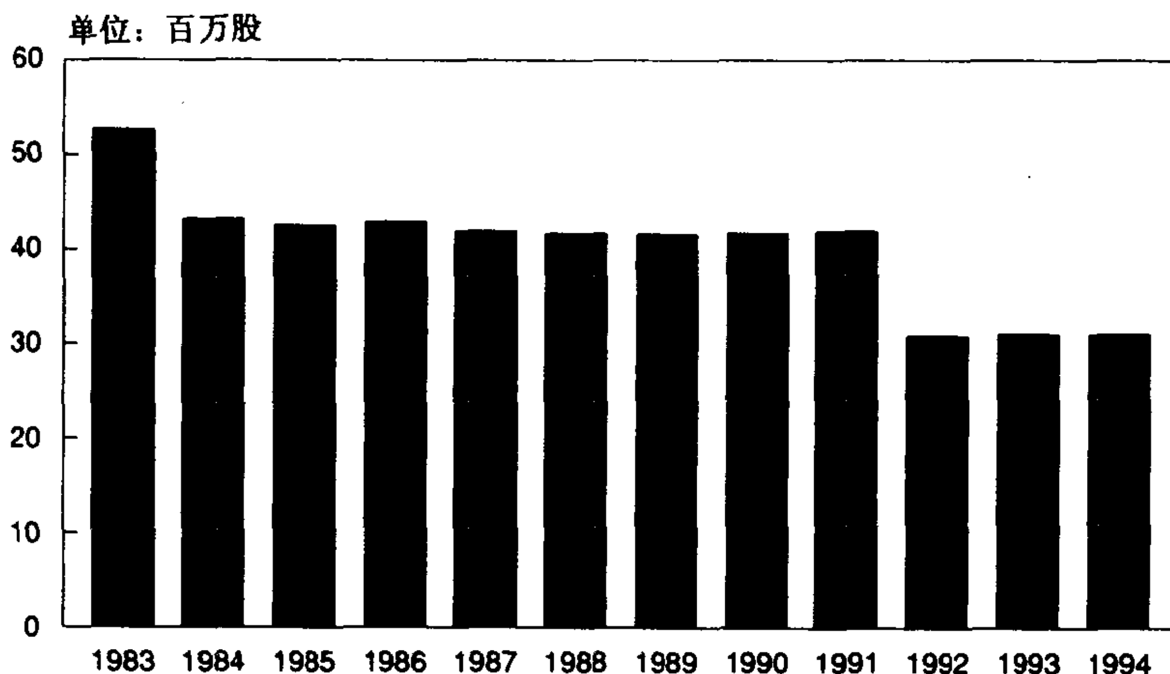


图 7.6 通用动力公司流通在外的普通股股份数量

在贝克夏·哈斯维公司最近购买的普通股中，没有一个像通用动力公司这样受到如此重视，它没有巴菲特以前投资决策所要求的特征。它不是一个简明易懂的公司，没有连贯的经营历史，也没有令人满意的长期发展前景，公司所在的行业不仅受政府控制(90%的业务来自政府合同)，而且这一行业正在萎缩之中。通用动力公司的经营利润率差强人意，净资产的收益率低于平均水平。而且，它的未来现金流量也不明确。巴菲特为什么会买入通用动力公司股票呢?他又是怎样确定通用动力公司股票内在价值的呢?答案是：巴菲特最初并未打算长期持有通用动力公司股票，只是想把通用动力公司股票作为一个套利机会。

"我们在购买通用动力公司股票中的运气不错。"巴菲特写道，"我一直都没有注意到这家公司。直到去年夏天，它宣布将以荷兰式拍卖方式回购 30%的公众股时才注意到它。看到这个机会后，我开始买入它的股票，希望能利用我们持有的股份得到一笔利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为这是第一次以套利为目的的投资，所以，通用动力公司无需达到贝克夏·哈斯维公司投资的其他公司那样的财务和经营标准。”巴菲特最终还是成了通用动力公司的长期持股人。他原计划在拍卖中抛出手中持有的通用电力公司股票，“但是，我开始研究通用动力公司以及安德斯任总裁期间通用电力公司所取得的成就。我所看到的使我眼睛都睁大了，安德斯有一个清楚合理的策略，并且已经以一种紧迫感执行了这策略，结果是非同凡响的”。巴菲特放弃了他原来利用通用动力公司股票进行套利的想法，转而决定成为长期持股人。

显然，巴菲特在通用动力公司的投资是对安德斯对付行业危机能力的肯定。尽管批评家们说安德斯的所作所为实质上只能算是清算了一个大公司，但安德斯却反驳说是他把通用动力公司未实现价值转化为成货币。在他走马上任的 1991 年，通用动力公司股票价格只是它帐面价值的 40%(见图 7.7)。在此之前的 10 年中，通用动力公司给股东的年均收益率仅为 9.1%，而其他十个军工企业却是 17.1%，标准普尔 500 指数为 17.6%。巴菲特注意到通用动力公司的市场价值在其帐面价值之下，公司正在产生现金流量并且开始实施资产重组与剥离计划，更重要的是，通用动力公司的管理者是以股东利益为中心的。

尽管通用动力公司先前认为飞机和空间系统是公司的核心业务，安德斯后来还是决定卖掉这两项业务。飞机业务卖给了洛克希德公司。通用动力公司、洛克希德公司和波音公司在发展第二代战斗机 F-22 的项目中曾是三分天下，旗鼓相当。现在，洛克希德公司获得了通用动力公司成熟的 F-16 战斗机业务，在此项目中的份额上升到了 2/3。空间系统业务则卖给了太空发射装置制造商马丁·马雷塔，出售这些系统又给通用动力公司带来了 17.2 亿美元的现金。

由于现金太多，公司再次采取增加股东现金红利的股利政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

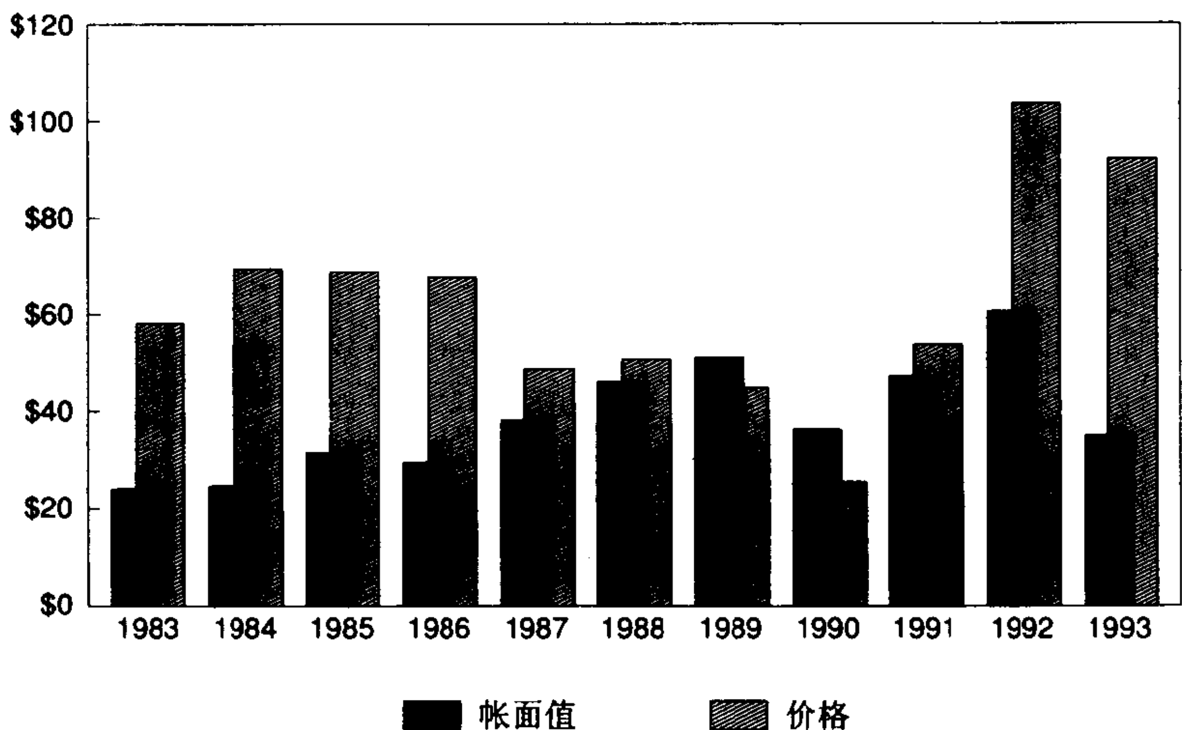


图 7.7 通用动力公司股票每股帐面价值及每股市场价格

1993 年 4 月，发放了每股 20 美元的特殊红利。同年 7 月，又发放了每股 18 美元的特殊红利。10 月，再次发放了每股 12 美元的特殊红利。

1993 年，公司共发放了每股 50 美元的特殊红利，并且把每季度红利从每股 0.4 美元提高到 0.6 美元(见图 7.8)。从 1992 年 7 月到 1993 年底，巴菲特在通用电力公司平均每股 72 美元的投资已收到了 2.6 美元的正常红利和 50 美元的特殊红利，并且，通用动力公司股票价格也上扬至 103 美元。由于安德斯开始使通用动力公司内在价值货币化并且把富余的现金还给股东，通用动力公司股票价格不仅比同行公司表现出色，而且还极大地影响了标准普尔 500 指数(见图 7.9)。

巴菲特会持有通用动力公司股票多久呢？他告诉我们，只要：(1)该公司的权益资本预期收益率令人满意；(2)市场没有高估该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

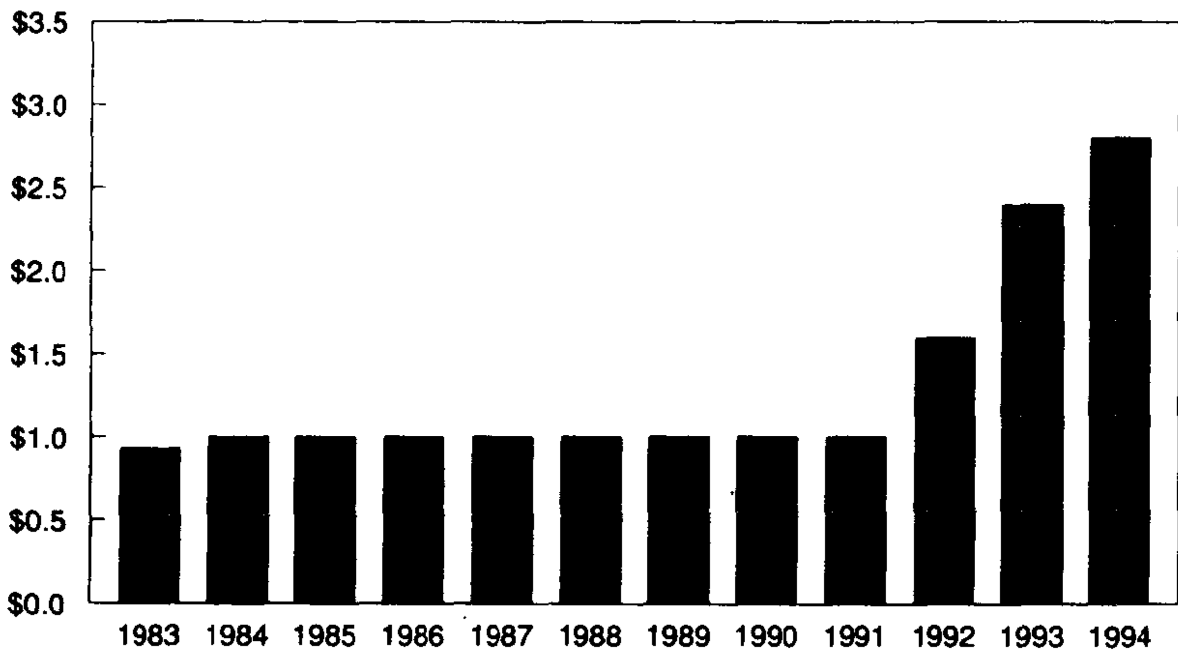


图 7.8 通用动力公司每股红利

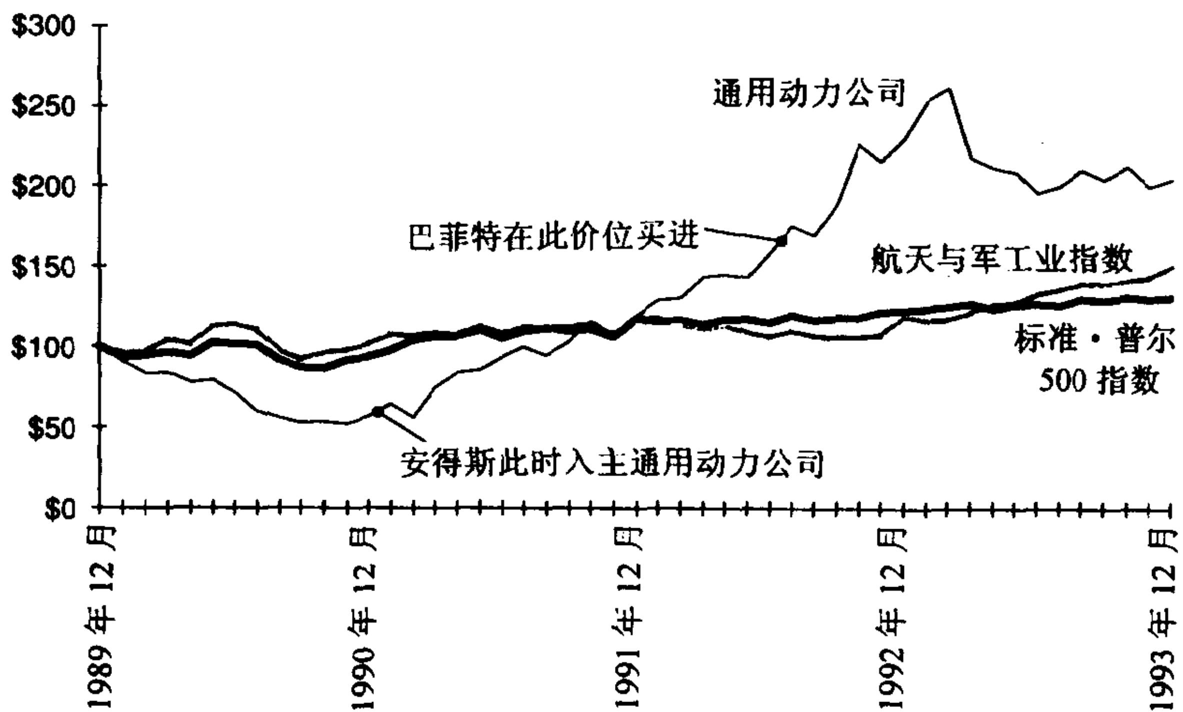


图 7.9 普通股价格比较——通用动力公司与
S&P500 指数及空间/军工行业指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股票价格；(3)管理人员诚实且富于竞争性。则他就会一直持有该公司股票。在目前价格下，通用动力公司股票是否被抬高了还不清楚，不过很明显，安德斯是个既诚实又有竞争意识的管理者，安德斯和通用动力公司很可能作为公司怎样应付不利状况，并取得杰出经济回报的教学典型案例。

联邦住宅贷款抵押公司
（Federal Home Loan Mortgage）

联邦住宅贷款抵押公司是1970年由政府发起、公众持股，并经国会特许的金融机构，公司设立的目的在于保证住宅抵押二级市场的稳定。该公司从债权人那儿购买抵押资产，集中形成规模后，分类打包，再以这些抵押资产为依托，向投资者发行证券，是资产证券化的一种类型。这种操作方式把抵押债权人与资本市场联系起来，从而能有效地降低债权人和投资者的二级抵押融资成本，这样低的成本最终由住宅购买者承担。这是通过对住宅购买者发放他们有能力承担的住房抵押贷款的形式实现的。

准则：业务简明易懂

联邦住宅贷款抵押公司的业务非常直接，收入（又称为净利息）有三个来源。首先，通过为债权人提供和管理抵押资产及向证券投资者担保其本利的偿付，取得相应的管理服务收入。此项收入贯穿抵押证券的整个生命周期，是公司收入的最大部分；第二，公司每个月从有业务关系的抵押债权人处收取本金和利息，在这些本金和利息交给抵押证券投资者之前，公司可以把这笔钱投资于短期证券，从而获得投资收入；第三，公司为自己的有价证券组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保留了一小部分抵押，与其他任何一个传统金融机构一样，赚取投资收入和相关的债务融资成本之差。以上三项业务收入每年为公司创造了稳定收入。

准则：令人满意的长期发展前景

1992年，新发行的7000亿美元单身家庭住房抵押贷款中，64%被原债权人卖掉，接着被联邦住宅贷款抵押公司予以证券化。另一家与住宅贷款抵押公司功能与业务相似的公司为联邦国民抵押公司，也是政府发起设立的金融机构。两家公司在这个业务快速增长但进入壁垒高的市场上形成了垄断竞争格局，巴菲特认为："两头垄断是仅次于寡头垄断的好事情。因为它们是由政府发起的，因此拥有能阻止其他公司进入二级抵押市场的特殊竞争优势，我们可以合理地假设这些竞争优势会继续到未来。"

除了垄断地位，两家公司都对市场增长感到满意，卖到二级市场的家庭住房抵押贷款规模在过去十年中不断增长，预计增长势头会持续下去。1990年修改存贷款规则后，强制抵押贷款债权人给这两家公司更多的业务，使贷款抵押证券化业务的增长率从1988年的33%提高到1992年的60%。

1984年，联邦住宅贷款抵押公司给存贷款协会的董事分发优先股。几年后，因为这些股票并不能反映公司的潜在价值，于是决定把联邦住宅贷款抵押公司转为公众持股公司，并在纽约股票交易所上市。1988年，存贷款协会之外的股东第一次可以拥有联邦住宅贷款抵押公司股票。同年，韦斯柯公司下属的互助储蓄公司把它持有的联邦住宅贷款抵押公司的股份提高到4%。因为贝克夏·哈斯维公司拥有韦斯柯财务公司80%的股权，因此，贝克夏·哈斯维公司也间接地成了联邦住宅贷款抵押公司股票的受益者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：权益资本收益率

互助储蓄公司董事长查理·门格认为联邦住宅贷款抵押公司较之传统的存贷款企业更具优势。因为联邦住宅贷款抵押公司能赚取可观的服务费并有很不错的发展前景，同时它还避免了利率风险（公司保留了很少的抵押证券）。这一点可由联邦住宅贷款抵押公司很高的权益资本收益率得到证实。这些收益与大多数存贷款机构不同，它能长期保持下来。产生这种差别的部分原因在于联邦住宅贷款抵押公司无须交纳存款保险金。

准则：确定内在价值

1992 年 4 月，联邦住宅贷款抵押公司以 1 比 3 的比例分割了股票，流通股总数增至 1.8 亿股。1991 年，巴菲特开始买进联邦住宅贷款抵押公司股票。1992 年，巴菲特又增购了更多联邦住宅贷款抵押公司股票。到 1992 年底，巴菲特已持有 1619.67 万股联邦住宅贷款抵押公司股票（分割后股票），取得了相当于以前双倍的地位（见图 7.10）。这是一次意义深远的投资。巴菲特在一家一年内股票价格就上升了 182%的公司投入了 3.57 亿美元。现在，巴菲特持有联邦住宅贷款抵押公司 9%的股份。巴菲特之所以做出这一举动，是因为看到了该公司的内在价值所在。

1986 年，联邦住宅贷款抵押公司税后利润为 2.79 亿美元，1991 年，增加到 5.55 亿美元（见图 7.11）。五年内，股东收益年均增长 17%，巴菲特对该公司的长期增长潜力评价很高。公司的权益资本收益率也很不错，联邦住宅贷款抵押公司的管理层通过限制利率风险和严格审查抵押贷款申请人的信誉，使风险控制在较低的水平。公司管理层相信能在今后继续保持年收入的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

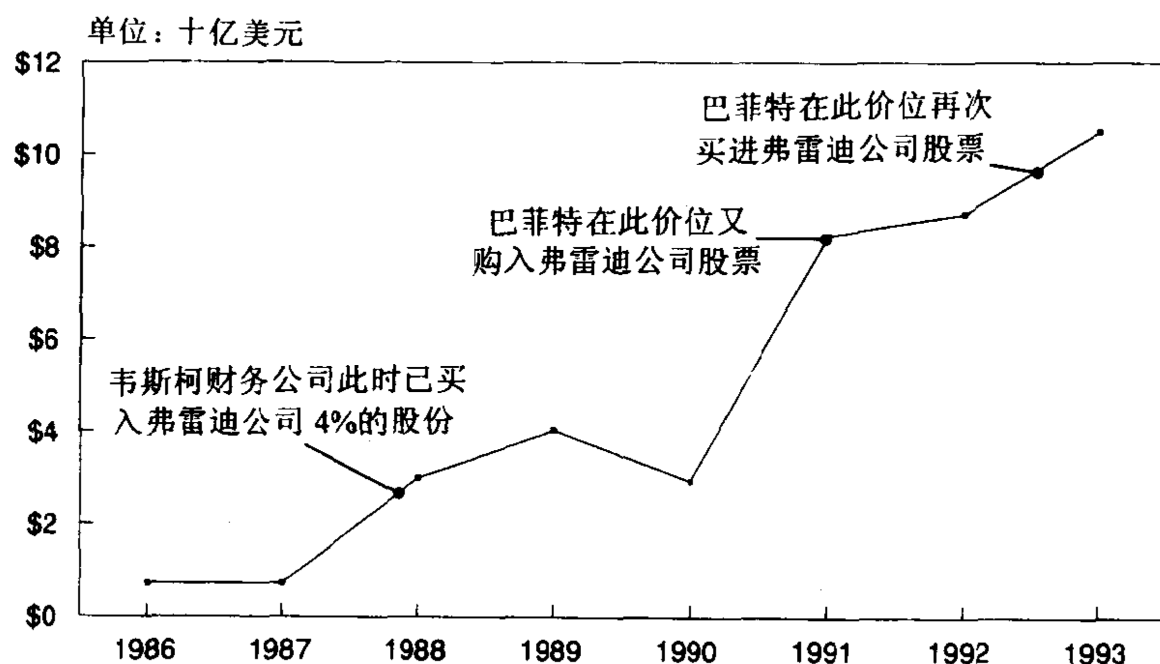


图 7.10　联邦住宅贷款抵押公司股票的市场价值

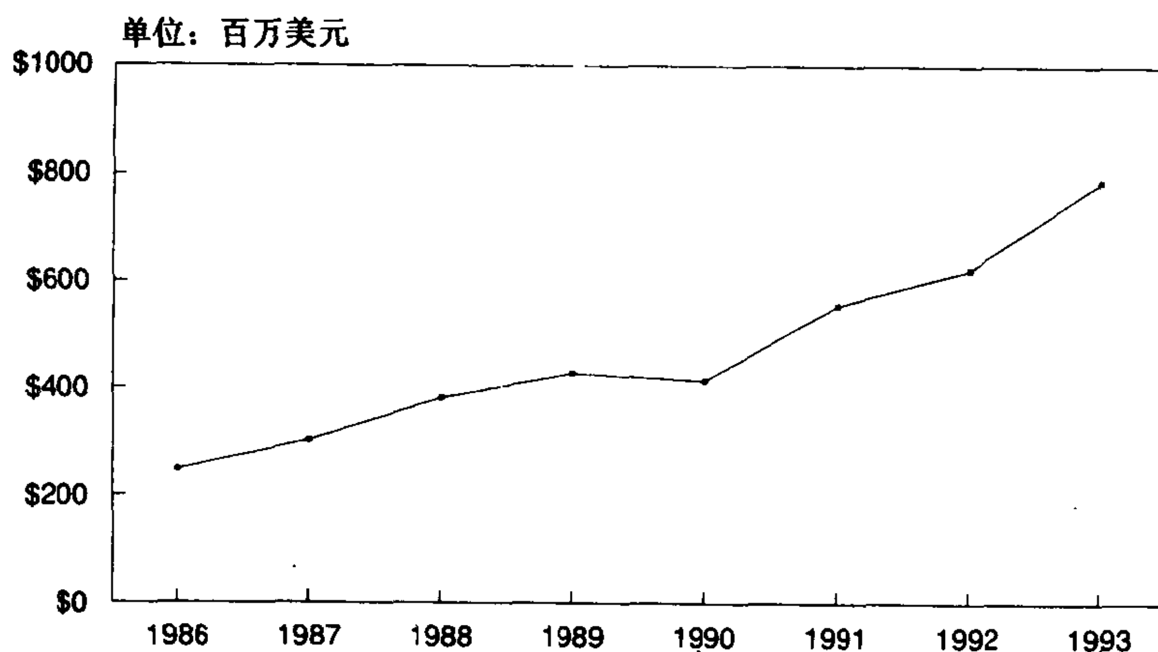


图 7.11　联邦住宅贷款抵押公司净收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联邦住宅贷款抵押公司是另一个可以很好地利用二阶段贴现模型估价的公司。假设联邦住宅贷款抵押公司在接下来的十年中收益仍以15%的速度增长，10年后，增长率稳定在5%，以9%（美国政府三十年期国债的到期收益率）贴现1991年5.655亿美元的收入，则该公司1992年内在价值为300亿美元（见附录表A.23）；假设第一阶段增长率为12%，公司的内在价值为210亿美元；若增长率为7%，此速度仅为管理层确信的增长率的一半，则公司内在价值为170亿美元。按这个最低估价来比较，巴菲特在1992年是以该公司内在价值57%的折扣价买进了联邦住宅贷款抵押公司15%左右的股票。

为什么联邦住宅贷款抵押公司股票在1992年会以远低于其内在价值的市价进行交易呢？很可能是投资者认为该公司今后并不能增加它的赢利，也可能他们怀疑管理层会在公司的证券组合里保留更多的抵押成分，或者会放松提供担保的条件，从而增加信用风险。但是没有证据可以证明这些怀疑。还可能因为该公司的股票价格1991年已经上涨了182%（见图7.12），投资者可能以为再也没有促使股票价格上升的潜力了。无论出于什么理由，1992年，联邦住宅贷款抵押公司的股票价格实际是被低估了。即使我们只假设该公司的赢利增长率只有4%（美国国民生产总值平均增长率），联邦住宅贷款抵押公司1992年的内在价值也有111亿美元。

准则：一美元前提

在1989年到1992年的4年内，联邦住宅贷款抵押公司赢利20.28亿美元。在发放普通股利和优先股利后，公司还留存了15.39亿美元。在这期间，公司股票的市场价值从40.33亿美元提高到87.23亿美元。每一美元的留存收益，市场价值增加了3.04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

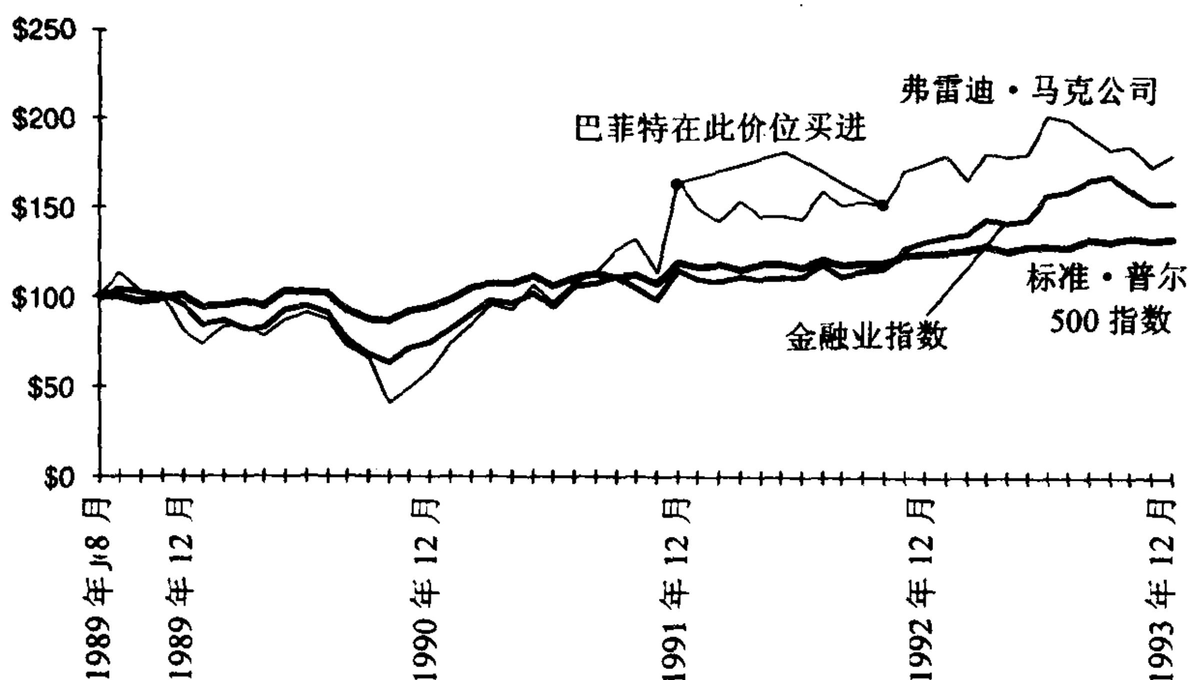


图 7.12　联邦住宅贷款抵押公司普通股价格与
S&P500 指数及金融指数比较

美元。

总　　结

联邦住宅贷款抵押公司有不同寻常的历史，它的半政府地位迷惑了许多投资者。从仅仅由存贷款协会牢牢控制优先股到一个公众持有公司，变化是令人眼花缭乱。在一个短时期内，一些人错误地认为联邦住宅贷款抵押公司注定会重蹈联邦存贷款保险公司覆辙。巴菲特并没有因此而被迷惑，不容置疑的是韦斯柯公司早些年持有联邦住宅贷款抵押公司所有权地位给了他一些有利条件，但那些有利条件也仅仅让他更好理解发生了什么事而已。这种理解是每个花费时间研究该公司的人都能达到的。联邦住宅贷款抵押公司的股份并不是普通的股票，股票市场对这家公司作出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误的估价，那些投资于该公司，了解并懂得它的经营状况的人因此获得了丰厚的回报(见图 7.12)。

吉尼斯公司(Guinness Plc)

吉尼斯公司是一个全球性的生产和销售著名酒类饮料的公司，是英国第四大出口商，在英国最大公司排行榜中名列第 11 位。由于获利能力强，吉尼斯公司已成为世界上最大的酒类饮料公司。公司下辖两个主要的子公司：联合酿酒(烈性酒)公司和吉尼斯啤酒国际公司。《吉尼斯世界记录大全》也是由该公司出版的。

联合酿酒公司是苏格兰威士忌的全球头号生产和经销商，生产世界上最畅销的“苏格兰”、“琼妮·沃克”品牌以及其他在不同地区广受欢迎的苏格兰威士忌，如贝尔斯(英国最畅销的苏格兰威士忌)。1992 年，公司经营利润为 7.69 亿英镑，居全球同行公司之首。

吉尼斯啤酒国际公司按生产量排名是世界第七大啤酒商，按经营利润排名则跃居第三。公司的啤酒产品在 44 个国家和地区制造，在 130 多个国家和地区销售。公司最著名的品牌为吉尼斯黑啤酒，它占公司啤酒产量的 40%。吉尼斯啤酒公司还生产哈普拉吉、卡伯等品牌的啤酒，这些酿酒的生产地点分布在四个地区：爱尔兰、欧洲、非洲和美洲、亚太地区。吉尼斯公司 1992 年的销售收入为 43.6 亿美元，经营利润为 7.95 亿美元。经营利润中，15%来自英国，19%来自美国，20%来自亚太地区，29%来自欧洲，17%来自其他地区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：业务简明易懂

吉尼斯公司是贝克夏·哈斯维公司第一次对外国公司作出重大的投资。因为，巴菲特认为，吉尼斯公司和可口可乐公司以及吉列公司几乎是同一类型。他在后两个公司上积累的投资经验很适合吉尼斯公司。可口可乐公司和吉列公司尽管都扎根在美国，但大部分利润来自全球性业务，吉尼斯公司也一样。“事实上”，巴菲特解释说：“在利润来源的地理含义上，可口可乐公司和吉尼斯公司显示了惊人的相似”。

可口可乐公司和吉尼斯公司的相似点的确很引人注目。两家公司都经营饮料，可口可乐公司是世界上头号非酒类饮料公司。吉尼斯公司则是世界上生产和销售苏格兰威士忌和杜松子酒等酒类饮料的头号公司。两家公司都认识到国内市场已经成熟，最好的增加收入的机会是投资于海外新兴市场。最后，两家公司的饮料都是世界闻名的。它们的产品都是以特权经营权方式经营的，所以不仅具有市场销售增长的潜力，而且由于其产品具有价格弹性，公司还具有赚取超过平均水平收益的潜力。

准则：令人满意的长期发展前景

为什么在人们日益减少饮酒量的情况下，酿酒公司的前景仍然很好？这是令人费解的。在美国，烈性酒的消费量在过去十年中以每年3%的速度递减。全世界烈性酒消费量也在减少。1991年，也就是贝克夏·哈斯维公司第一次收购吉尼斯股票那年，西方国家酒类销售量为5.25亿箱，比1990年减少了1%。但正如吉尼斯公司的总经理安东尼·托恩特1991年所指出的那样，“消费量并不是一项业务是否拥有机会的最佳指示器。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酒类工业接受了成熟市场(如美国、英国和北欧市场等)烈性酒消费量减少的事实后,相应改变了营销策略。他们转而努力说服消费者饮用更好更贵的酒,酒类行业的全球性市场宣传定位为“美好生活美酒相伴”,这个宣传定位在成熟市场和发展中国家被广泛传播。不过,酿酒公司的大部分利润来自于发展中国家。随着生活水平的提高,泰国、巴西、东欧等国家和地区都在大量订购昂贵的西方国家的名酒以显示他们的财富与地位。查理·门格认为,“吉尼斯公司有着把它的酒产品转化为地位象征的非凡能力,即价格愈贵,饮用者地位愈高。”

这个策略不太奏效的唯一市场是美国。经济衰退迫使消费者仔细考虑高价名牌产品的内含价值。但专家们预言这种购买行为是短期的,因为酒的消费与香烟不同,大多数酒类产品购买是有一定周期的,酒的消费者并未面临着像香烟购买者那样因日常消费所带来的价格压力。

酿酒公司先于大多数其他消费品公司之前很久就掌握了三个重要概念。第一,他们懂得他们的全球性品牌是高赢利性的。琼妮沃克每年为吉尼斯公司贡献的经营利润就接近 5 亿美元。著名品牌有随时间而增值的趋势,并且酒类新产品几乎打不进市场。

第二个概念是控制产品在国外市场的价格和销售的重要性。酿酒公司很快就意识到,当出口的酒瓶堆放在船坞上时,他们就失去了对他们价值非凡的名牌产品的控制。所以当酿酒公司推出新的品牌时,他们同时还必须具有与之相应的销售网络。从 1986 到 1991 年,吉尼斯公司在全球收购和设立了 700 多个销售点。

最后,酿酒公司并不羞于和竞争者合作。由于缺少可口可乐公司那样的财务实力以及渗入新市场所需要的销售系统和资产,酿酒公司往往采取合资、合作等形式共担风险,共享利润。吉尼斯公司与其他酿酒公司的联合行动超过 35 次,例如和巴卡迪公司的合作,由巴卡迪公司在南美销售吉尼斯公司的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：经营利润率

饮料(酒类或非酒类)业是高利润的行业，吉尼斯公司不仅是世界上最赚钱的酿酒公司，它还是世界第二大最赚钱的非酒类饮料公司，仅次于可口可乐公司。自从吉尼斯公司 1986 年收购联合酿酒公司后，公司的税前利润(图 7.13)稳步增长。在这次收购之前，吉尼斯公司只是一个啤酒公司，收购联合酿酒公司高利润的烈性酒业务后，公司税前利润翻了一番。

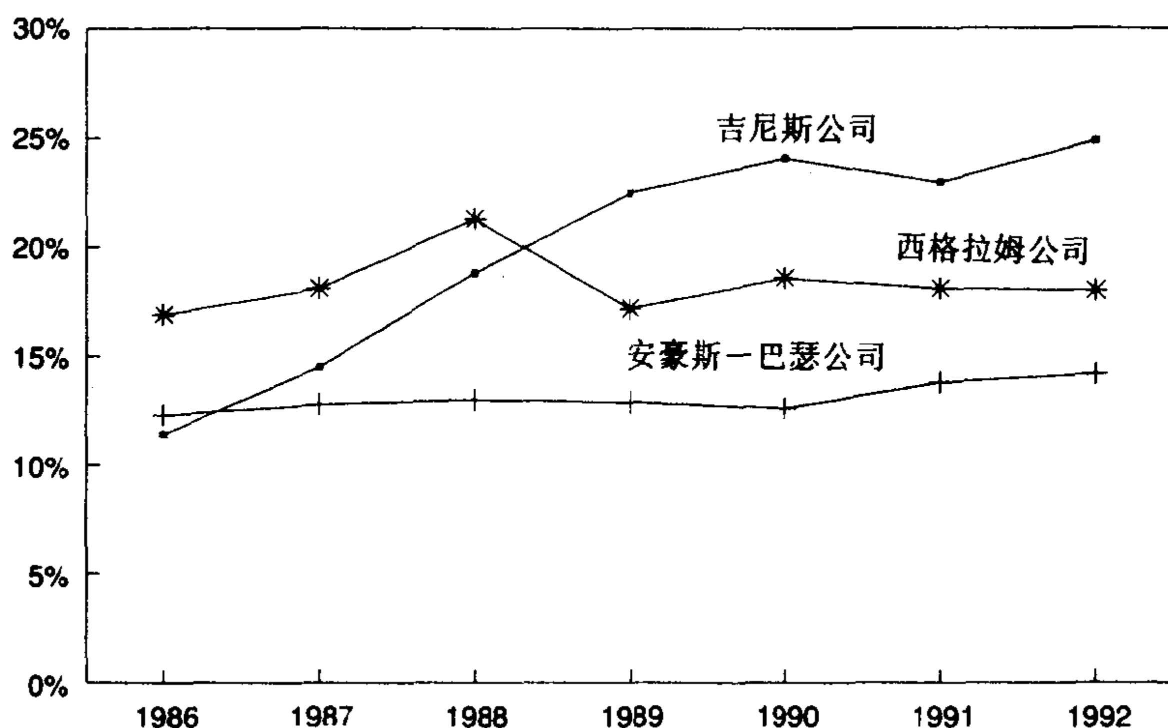


图 7.13 吉尼斯，西格拉姆及安豪斯-布斯公司税前利润率

吉尼斯公司对债务合同很守信用。1986 年收购联合酿酒公司后，吉尼斯公司的长期债务占全部资本总额的 48%。公司在以后的几年里积极偿还债务，到 1988 年，长期债务下降到只占全部资本的 18%，这个比率在 1992 年曾上升到 29%，但仍比西格兰等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司低。

吉尼斯公司不仅一直保持较低的长期负债比率，而且税后利润在过去七年里以年均20%左右的速度持续地增长。自从收购了联合酿酒公司后，吉尼斯公司的收入增长一直超过竞争对手，而这期间，销售增长率均低于9%。这表明公司税后利润的增长大部分是由于经营利润率增长的结果。1992年，公司利润增长率降为6%，收入增长下降的主要原因是世界性经济萧条，加上若干合资项目的亏损，公司指望通过提高名酒价格来增加收入的计划也因经济萧条而未能实现。

准则：确定内在价值

饮料行业，不管是酒类饮料还是非酒类饮料行业，都有一个共同的吸引人的特点，那就是对资本支出和营运资金的需求往往低于公司创造的现金流量。饮料特别是酒类行业基本上无需进行产品开发与更新换代工作，生产成本只占销售额的很少部分。因此，饮料公司的资本收益比较高，并且经营成功的饮料公司的资本收益通常是不断增长的。像可口可乐公司一样，吉尼斯公司不仅拥有显著的经济商誉，而且同样能因此增加资产价值。

1991年，巴菲特投资近2.5亿美元购买了3127.4万股吉尼斯公司的股票，占吉尼斯公司总股份的1.6%。尽管巴菲特并没说明他通常以什么汇率将美元折算成英镑，但我们可以假设，他采用的汇率是12月的移动平均值，约为1英镑兑换1.76美元，换句话说，在这个汇率下，1美元大约能换56便士(100便士等于1英镑)。巴菲特在吉尼斯公司股票上每股平均买入价为8.67美元或4.81英镑。当巴菲特考虑购买一家公司的股票时，不管购买量为多少，他都会像收购整个公司那样去考虑。并且，从理论上说，他愿意以相似价格购入整个公司。1991年，巴菲特购买吉尼斯公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的平均价格是每股 4.81 英镑，吉尼斯公司共有 19.52 亿股流通股，按巴菲特的购买价，相当于用 93.89 亿英镑就可收购该公司。

1991 年，吉尼斯公司的税后利润为 6.36 亿英镑，公司有 1.22 亿英镑的折旧和摊销费用，2.24 亿英镑的资本支出，因此股东收益为 5.34 亿英镑。1991 年，美国政府三十年期债券收益率近似为 8.5%。我们知道当利率下降时，巴菲特倾向于谨慎使用现行政府债券利率。为保守起见，在估值中使用 9%的贴现率。如果我们以 9%贴现吉尼斯公司的股东收益，则该公司股票内在价值为 59.33 亿英镑(5.34 亿除以 9%)。不过，像可口可乐公司和吉列公司一样，吉尼斯公司的内在价值不等于它现时收益的贴现值，而是它现时收益加上未来收益增长的贴现值。

1986 年，吉尼斯公司收购了联合酿酒公司后，收益以年均 25%的速度增长。但是，在 1990 年和 1991 年间，收入增长速度下降到 13%，此后便不断下降。1991 年，巴菲特决定投资吉尼斯公司股票时，知道该公司的收入增长率已从 25%降了下来，而且以后很可能停在更现实的 10%～15%之间。运用二阶段模型，我们能估算出吉尼斯公司的内在价值。假设它在以后十年中以年均 10%的速度增长，接着以 5%速度增长，以 9%贴现股东收益，则公司内在价值为 209.83 亿英镑(见附录表 A.24)。在这个假设的增长率下，巴菲特相当于以它内在价值 56%的折扣买入了吉尼斯公司股票。

如果假设公司今后的收入增长率仅为 5%，则 1991 年吉尼斯公司内在价值为 133.50 亿英镑[5.34 除以(9%～5%)]。即使在低于历史平均增长率的假设下，巴菲特仍相当于以公司内在价值 30%的折扣买入了吉尼斯公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 结

几年前，巴菲特承认他对投资国外公司股票没有兴趣，因为要成为国外公司的股东有许多困难。公司和国外股东的关系并不像公司和国内股东关系那么令人满意。巴菲特对吉尼斯公司的投资算是破了先例，当然巴菲特对吉尼斯公司在业务上与可口可乐公司的相似性非常满意。在了解可口可乐公司怎样经营和怎样在世界范围内赚取利润的基础上，巴菲特能容易理解吉尼斯公司是怎样达到它的目标的。他也知道拥有有利的特许经营权的公司，像可口可乐公司、吉列公司、吉尼斯公司，能够承受松散的管理而且仍然可以保持超过一般水平的投资收益。

威尔斯·法高银行（Wells Fargo ）

威尔斯·法高银行1852年由亨利·威尔斯和威廉姆·法高二人创立，主要在加州从事速递服务和银行业务。两年后，二人又另外创立美国运通公司，而威尔斯·法高银行则专门从事银行业务。目前，若按资产规模排序，威尔斯·法高银行位居美国银行前10名之内，但业务主要集中在加利福尼亚州，是加州第2大银行，仅次于合并后的美洲银行，在房地产信贷业务方面则位居首位。

如果说对美国通用动力公司的投资是巴菲特投资决策中最让人不理解的话，那么投资威尔斯·法高银行就是他最有争议的投资决策。1990年10月，巴菲特宣布贝克夏·哈斯维公司已购买了500万股威尔斯·法高银行股票，平均买价为每股57.88美元，投资总额为2.89亿美元（见图7.14）。贝克夏·哈斯维公司现在是这家银行的最大股东，拥有其流通股的10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

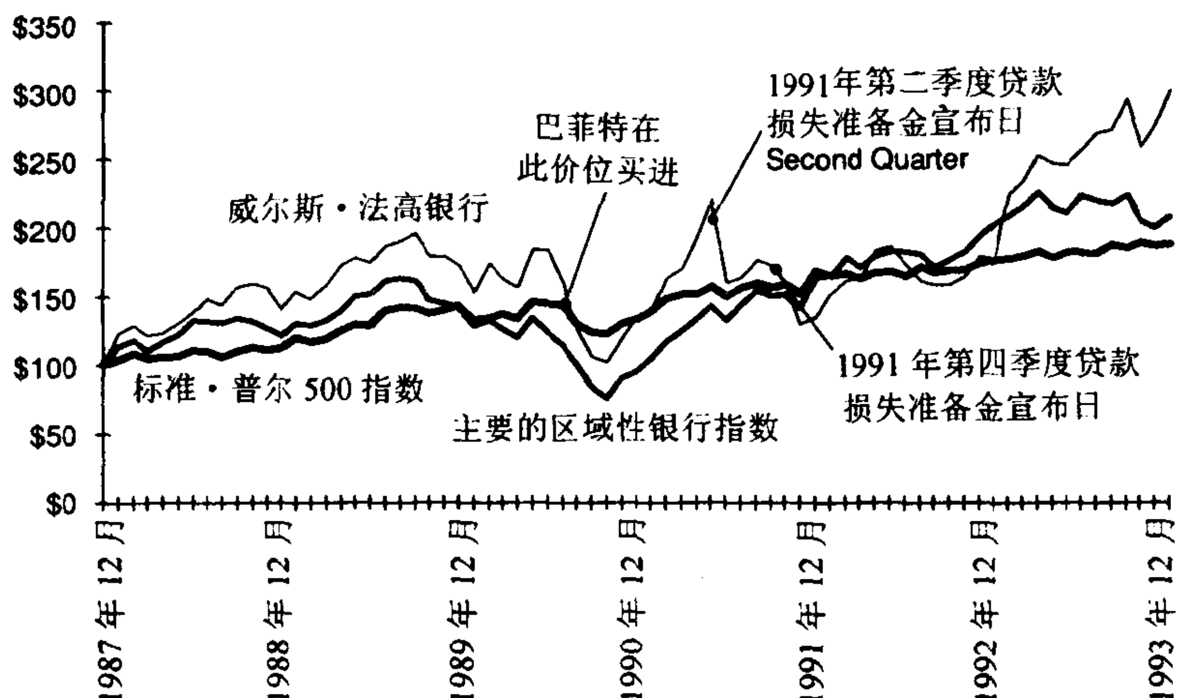


图 7.14 普通股价格比较——威尔斯·法高与
S&P500 指数及地区银行指数

90 年代早期，威尔斯·法高银行的股票价格曾高达 86 美元，后来，由于投资者担心西海岸的经济衰退会广泛导致商用和民用房地产贷款的损失而开始抛弃加利福尼亚州的银行及储蓄机构的股票，而威尔斯·法高银行是所有加利福尼亚银行中房地产贷款最多的银行，所以投资者纷纷卖掉手中持有的威尔斯·法高银行股票。巴菲特却在这时开始吃进威尔斯·法高银行股票。

贝克夏·哈斯维公司成为威尔斯·法高银行最大股东后的几个月里，围绕着威尔斯·法高银行的斗争就像一场重量级的角斗。作为一方的巴菲特是头公牛，用 2.89 亿美元赌威尔斯·法高银行股票一定会升值；另一方，卖空者是头熊，打赌说尽管威尔斯·法高银行今年已下跌了 49%，但它一定还要跌得更厉害。全美最大的卖空者——费希巴赫兄弟公司和巴菲特玩起了赌博游戏。费希巴赫兄弟公司的一位基金经理汤姆·巴顿说，“威尔斯·法高银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已是一只死鸭，尽管称威尔斯·法高银行已为破产候选人可能还不恰当，但是我想它至少已经很脆弱了”。巴顿的意思是威尔斯·法高银行将退回到其起始阶段状态。培基证券的投资分析家乔治·赛恩评论说，“巴菲特是个著名的便宜货猎人和长期投资者，加利福尼亚将成为下一个得克萨斯”。他指的是在能源价格下跌时发生在得克萨斯的银行倒闭事件。

准则：业务简明易懂

巴菲特对银行业务很熟悉。1969年，贝克夏·哈斯维公司购买了伊利诺斯国民银行和信托公司98%的股份，在1979年“银行控股法”要求贝克夏·哈斯维公司放弃它在银行持有的股份前，巴菲特就在贝克夏·哈斯维公司的年度报告里说明该银行的收入和赢利情况。该银行和贝克夏·哈斯维公司控制的其他公司是相互独立的。

正像杰克·林沃特帮助巴菲特理解了保险业务的复杂性一样，伊利诺斯国民银行董事长简·阿贝格教给了巴菲特关于银行业务的知识。巴菲特学到的是，如果银行管理层对发放贷款认真负责并努力削减开支的话，银行业是非常有利可图的。巴菲特指出，“我们的经验告诉我们，如果一个经理的业务费用很高的话，他会特别倾向于增加费用，而一个业务运行紧凑的经理则总是不断发现节省开支、降低成本的途径。甚至当他的费用已远低于竞争对手时，也是这样。在这方面，没人比简·阿贝格更强。”

准则：令人满意的长期发展前景

巴菲特认为威尔斯·法高银行不像可口可乐公司，在一般情况下，可口可乐公司作为一个非金融企业破产倒闭的可能性是很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小的。但银行业不同，银行比较容易倒闭。大多数银行倒闭的原因可以追溯到管理错误。巴菲特指出："银行倒闭大多是因为管理层愚蠢地发放一个理智的银行家永远不会考虑的贷款，当资产是权益的 20 倍时(这在银行业是很普遍的)，任何一个管理上的愚蠢行为哪怕只涉及一小笔资产，都能摧毁一家银行。"

不过，巴菲特进一步认为，如果银行的管理层做了他们该做的并且有能力获得 20%的权益资本收益率的话，银行仍可能成为一个好的投资机会。尽管 20%这个数字低于从可口可乐公司和吉列公司获得的收益水平，但已高于多数行业的平均水平。巴菲特认为，如果你是一家银行，你并不一定要位居行业榜首，关键是你怎样管理你的资产、债务和费用。和保险业一样，银行业是个高度商业化行业，我们知道，在一个商业化行业里，管理层的行动经常带有行业最显著的特征。在这方面，巴菲特挑选银行业中最好的管理队伍，他宣称，"有了威尔斯·法高银行，我们认为我们获得了该行业中最好的经理——卡尔·理查德和鲍尔·海兹恩，在许多方面，他们俩的结合让我想起了另一对最佳搭档——大都会公司的汤姆·穆菲和邓伯克。"

准则：管理者行为理性

卡尔·理查德 1983 年担任威尔斯·法高银行董事长后，便着手把一个低效率的银行转变为赢利的银行。从 1983 年到 1990 年，威尔斯·法高银行的资产收益率平均为 1.3%，净资产收益率平均为 15.2%。到 1990 年，威尔斯·法高银行已拥有 560 亿美元的资产，成为全美第十大银行。理查德像巴菲特欣赏的许多经理一样，非常理性。尽管他没有实施鼓舞人心的股票回购或派发特殊红利的计划，他确实是以股东利益为经营导向的。像大都会/美国广播公司的汤姆·穆菲一样，理查德在费用控制方面颇具传奇性。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旦控制住了费用，理查德决不会再放松，并不断寻找提高威尔斯·法高银行赢利的途径。

衡量一家银行的经营效率时，可以使用银行的非利息费用占净利息收入百分比这一指标，这个比率衡量了银行的营运费用与银行收入之间的关系。威尔斯·法高银行的经营效率比全美第一洲际银行还要高 20%～30%（见图 7.15）。理查德像其他行业的优秀企业家管理自己的公司一样管理威尔斯·法高银行。“我们努力使银行运作得像工商企业”，理查德说，“2+2=4，不是 7 或 8”。

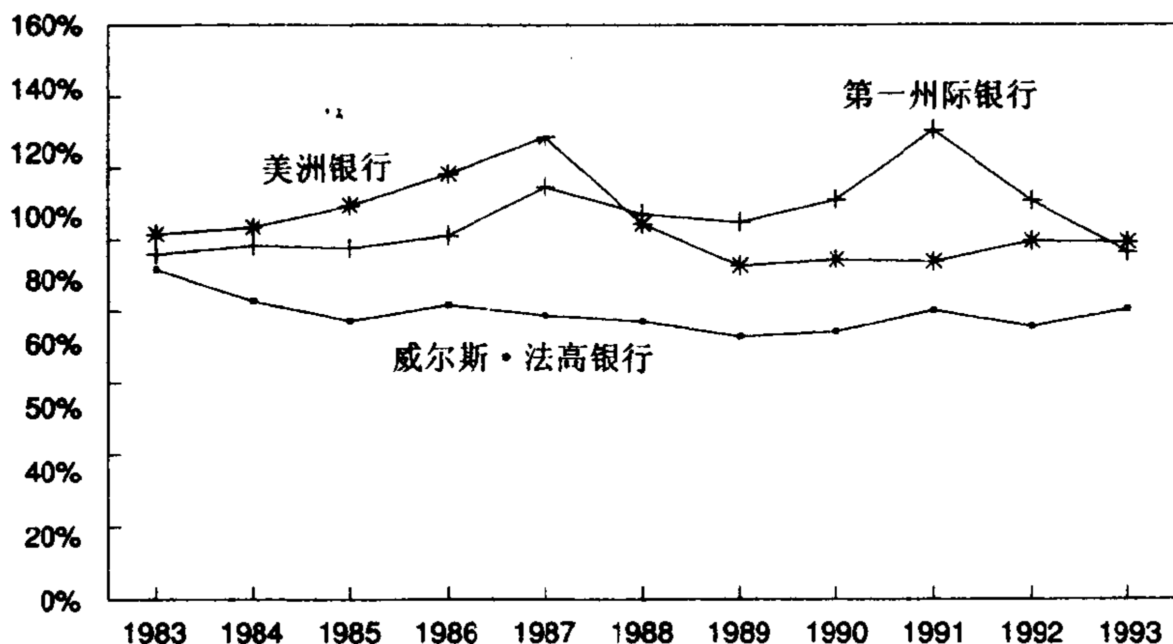


图 7.15　非利息费用在净利息收入中的百分比
（美洲银行、第一洲际银行及威尔斯·法高银行）

巴菲特 1990 年购买威尔斯·法高银行股票时，该年度这家银行的房地产贷款比例在全美主要银行中最高。由于加利福尼亚的经济衰退继续恶化，分析家们预测威尔斯·法高银行的大部分贷款会发生坏帐损失。这就是引起威尔斯·法高银行股票价格在 1990 年和 1991 年下跌的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在联邦储蓄与信贷保险公司破产的阴影下，银行监督机构严格审查了威尔斯·法高银行的贷款组合，他们强迫威尔斯·法高银行1991年准备13亿美元的坏帐准备金，第二年又追加了12亿美元。由于准备金不能使用，投资者已经开始对威尔斯·法高银行每次宣布的情况产生反感。由于威尔斯·法高银行没有一次性拿出大笔坏帐准备金，而是两年中断断续续地拿出这笔钱，投资者开始怀疑威尔斯·法高银行能否熬到贷款问题最终解决之时。

1990年，贝克夏·哈斯维公司宣布它对威尔斯·法高银行的所有权后，股票价格暂时回升了。1991年初，达到98美元，贝克夏·哈斯维公司从中获得2亿美元的利润。然而，1991年6月，威尔斯·法高银行宣布提取另一笔准备金，股票价格在二天内降到74美元。尽管1991年第四季度股票价格曾略微回升，但威尔斯·法高银行不得不再次增加坏帐准备金。1991年底，威尔斯·法高银行的股票价格以每股58美元的价格收盘，经过这样一个大起大落，贝克夏·哈斯维公司在威尔斯·法高银行股票上的投资基本上是盈亏平衡。巴菲特承认，“我低估了加利福尼亚经济衰退的严重性和银行在房地产贷款回收方面的困境。”

准则：确定内在价值

1990年，威尔斯·法高银行赚了7.11亿美元，比1989年增长了18%。1991年，因为提取坏帐准备金，威尔斯·法高银行只挣了0.21亿美元。1992年，收入又增加到2.83亿美元，但仍远低于两年前的收入水平。这并不令人惊讶，因为银行的收入和它的坏帐准备金之间存在一种反向变动的关系（见图7.16）。一旦你把坏帐准备从银行的损益表里去掉，你会发现这是一家有强劲赢利能力的银行（见图7.17）。1983年以来，威尔斯·法高银行的净利息收入以15.3%的速度增长，如果排除1991年和1992年额外追加的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏帐准备金，威尔斯·法高银行有大约10亿美元的赢利能力。

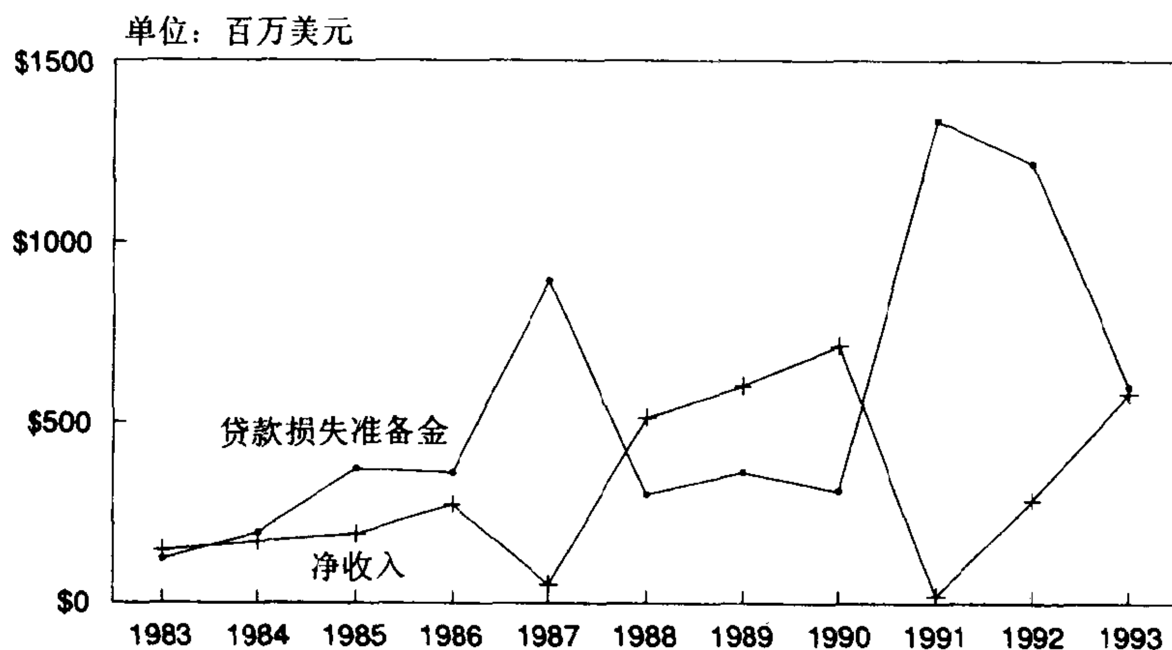


图 7.16 威尔斯·法高贷款损失准备金及净收入

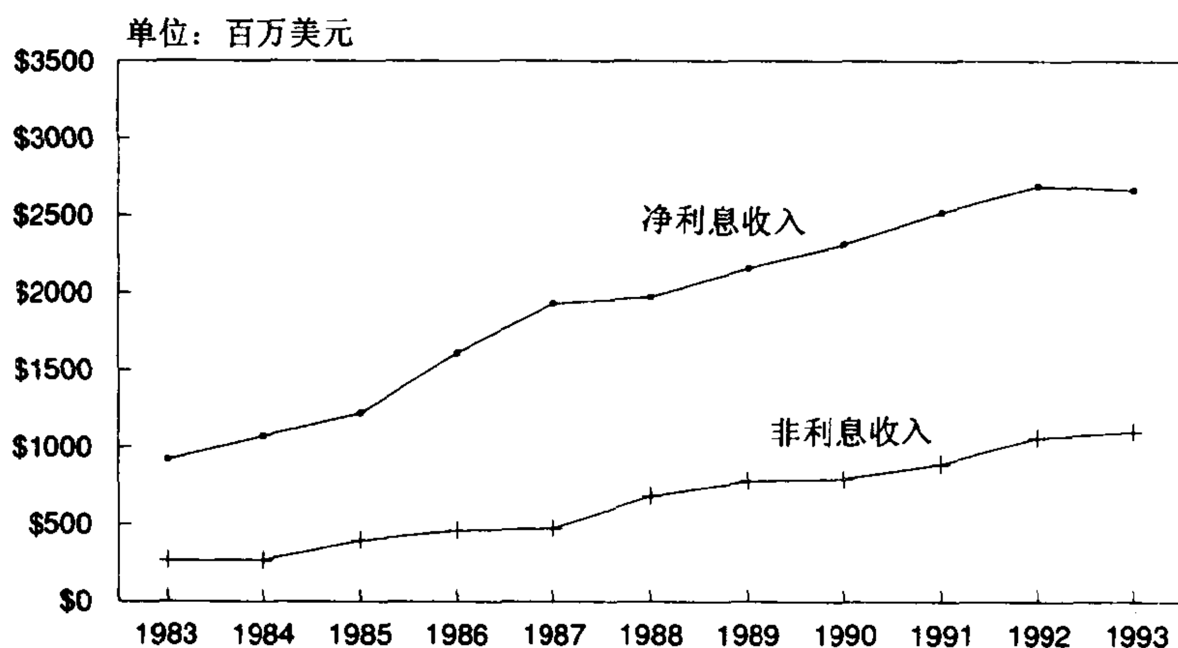


图 7.17 威尔斯·法高净利息及非利息收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的内在价值是它的净资产加上后续经营的预期盈利的函数。巴菲特1990年开始购买威尔斯·法高银行股票时，这家银行上一年的盈利为6亿美元。1990年，美国政府三十年期债券平均收益率约8.5%，为保守起见，我们仍以9%来贴现威尔斯·法高银行1989年6亿美元的收入，可以算出威尔斯·法高银行内在价值为66亿美元。也就是说，如果在以后三十年内威尔斯·法高银行年收入不超过6亿美元，它至少也值66亿美元。巴菲特1990年购买威尔斯·法高银行时，每股花了58美元。威尔斯·法高银行的公众股总数共有5200万股，这就相当于只用30亿美元就能全部收购这家银行，仅是它内在价值的45%。

当然，基于威尔斯·法高银行的争论集中在"考虑了所有的贷款坏帐损失后，威尔斯·法高银行是否还有赢利能力"这一问题上。卖空者认为没有，而巴菲特则认为有。巴菲特知道持有威尔斯·法高银行股票是有较大风险的。但他的解释是："加利福尼亚银行业面临着一次地震般的特殊风险，这可能对债务人产生足够破坏力，甚至能连带摧毁债务人，反过来又摧毁那些贷款给他们的银行。第二个风险在于行业萎缩和金融恐慌的可能性非常大，导致每个高财务杠杆的机构陷入危险境地，不管它们运作如何良好。"按照巴菲特的判断，发生这两种风险的可能性很小。但巴菲特进一步指出，还有一个不容忽视的风险，"市场主要忧虑西海岸房地产的价值由于过度建设和经济萧条会急速跌落。这将使房地产投资者蒙受巨大损失，而这些损失一般转移给了那些为房地业的膨胀提供资金的银行。因为威尔斯·法高银行是加州房地产业的主要债权人，所以被认为是脆弱的。"

巴菲特很清楚，在扣除贷款损失的3亿美元后，威尔斯·法高银行的税前收入为10亿美元。以此推算，如果1991年威尔斯·法高银行480亿美元贷款中有10%（包括房地产贷款及所有其他贷款）存在某些问题，并且它们产生的损失（包括利息）平均约占贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本金 30%的话，威尔斯·法高银行将盈不抵亏。但就他的判断，这种可能性很小。即使威尔斯·法高银行一年内亏损也没什么大不了的。因为巴菲特曾表示："我们喜欢收购那些一年里暂时没有收入的企业或投资这类项目，但是要求其预期的权益资本回报率达到 20%。"当巴菲特发现他能以威尔斯·法高银行内在价值的一半购买它时，威尔斯·法高银行的吸引力变得更强烈了。

巴菲特认为，"银行业通常是一个糟糕的行业，并不一定是糟糕的行业"，"银行家们经常会做蠢事，但并不一定会作蠢事。"巴菲特在贝克夏·哈斯维公司年报中描述了一个愚蠢的银行家所做的一笔高风险贷款的实例。巴菲特买入威尔斯·法高银行股票时，坚信理查德决不是愚蠢的银行家，"这完全是一次赌博"，查理·门格说，"但我们认为威尔斯·法高银行能更好更快地解决自己的问题"。巴菲特赌赢了。1993 年底，威尔斯·法高银行的股票价格上升到 137 美元。

银行业管理机构迫使理查德准备了 20 多亿美元的坏帐准备金，现在看起来当时多准备了 10 亿美元。这个事实为卡尔·理查德雪了耻。华尔街一位分析家托马斯·布朗曾评论说，"没有一家银行像威尔斯·法高银行这样，管理者会犯这么多错误、错过这么多机会"，有了这些过剩的以坏帐准备金形式存在的权益资本（每股 19 美元），威尔斯·法高银行便有了回购股票或大量提高现金红利的能力和选择。

总　结

巴菲特对威尔斯·法高银行的信心继续增长。1992 年，贝克夏·哈斯维公司继续买进威尔斯·法高银行股票，持股总数达到 630 万股，占威尔斯·法高银行股份总数的 11.5%。巴菲特向美联储申请收购威尔斯·法高银行，获得许可。1993 年 1 月，贝克夏·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈斯维公司以每股106到110美元的价格继续吃进威尔斯·法高银行股票，“我并不想吹捧威尔斯·法高银行股票或其他任何东西”，巴菲特说：“我只是认为它很好，有着最好的管理层，股价合理，在这种情况下，通常会有更多的钱可赚”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 几支好股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　几只好股票

每当股市不景气时，巴菲特反而格外留心。因此，尽管1994年的股市处于低迷状态，巴菲特却异常忙碌。仅1994年下半年，巴菲特就有4次大规模买进行动，包括买入甘尼特公司(Gannett) 4.9%的股份和PNC银行8.3%的股份。

令人更为惊奇的是，巴菲特在已购入价值7亿美元的所罗门公司(Salomon)可转换优先股的基础上，又增购了660万美元的所罗门公司普通股。1994年夏季，巴菲特把手中的所罗门公司可转换优先股转换为该公司普通股。1994年末至1995年初，巴菲特还买进了美国运通公司(American Express)股票，使他在该公司的投资额累计达到13.6亿美元。这是巴菲特继1988年—1989年买入可口可乐公司股票后，第二次进行十亿美元级的股票投资。

沃特·迪斯尼公司收购大都会/美国广播公司又为巴菲特创造了投资良机。巴菲特当初以每股17.25美元的价格投资2000万美元买进的大都会/美国广播公司股票此时已上升到每股120美元。由于沃特·迪斯尼公司的收购条款允许大都会/美国广播公司股东根据自己的意愿在获得现金和换取沃特·迪斯尼公司股票之间进行选择，巴菲特选择了以每股至少65美元的价格将手中的大都会/美国广播公司股票转换为迪斯尼公司股票的方案。为此，巴菲特又追加了13亿美元，成为迪斯尼公司的第二大股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甘尼特公司(Gannett)

甘尼特公司是美国最大的多角化经营的传媒集团公司，市场价值为 77 亿美元，经营业务包括新闻出版、广播电视、室外广告，拥有 82 种日报、50 种出版物，包括流行刊物“今日美国”、“美国周末”。目前，“今日美国”已成为全国性日报。1994 年，甘尼特公司出版的报纸日销售量超过 630 万份。

甘尼特公司在费城、丹佛、华盛顿特区、亚特兰大等城市拥有并经营 10 家电视台，并在洛杉矶、圣地亚哥、圣彼得斯堡、芝加哥、达拉斯和豪斯顿等 6 个城市经营 6 个调频电台和 5 个调幅电台。甘尼特公司还是美国最大的室外广告公司，业务覆盖美国 11 个州和加拿大。

准则：业务简单易懂

巴菲特一直比较看好传媒行业，因为他非常了解新闻出版与广播电视业的业务特性。他持有华盛顿邮报公司和布法罗新闻报的股票长达二十多年，1985 年以来，巴菲特又投资大都会/美国广播公司。巴菲特在传媒业公司的投资与持股经验使他成为甘尼特公司中为数不多的懂业务的股东之一。

准则：具有良好的中长期发展前景

1973 年至 1987 年是版报纸和广播电视业的辉煌岁月。它们作为地方或全国性的主要广告媒体，可以通过提高收费标准来获得收益。尽管经济萧条最终会影响传媒业的广告收益，但它们可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过提高收费标准来保持利润的增长。在这一时期，广播电视业的获益来源于政府对竞争的限制。因此，尽管有线电视的观众在不断增加，广播电视业仍占有大部分市场。

但 80 年代后期以来，情况发生明显的变化。经济不景气使大多数公司削减了广告支出，加上新的广告媒体如直接邮寄、各种插页以及有线电视的竞争，导致传统的传媒业公司的广告收入明显减少。

大多数投资分析家和传统的传媒公司深感难以确认这种变化的性质。它是一种暂时的现象，还是一种永久性变化？是否预示着广告商们已经找到了其他成本更低的广告途径?不管怎样，报纸和广播电视公司已经意识到独霸市场的时代已经一去不复返了，除了调整收费标准来进行竞争外，已别无选择。

竞争的加据不可避免地影响传媒公司的收益和获利能力，报业也不例外。市场总是在旺盛与低迷中徘徊。毫无疑问，当报业与其他各种传媒公司的收益开始下降时，市场热情相应会随之下降，这些公司的股票价格总体上也会下滑。市场在上升时则相反。

准则：权益资本收益率

尽管报业的盈利能力下降了，但该行业的吸引力并不像其股票价格那样糟糕。事实上，80 年代中期至后期，报业的权益资本收益率平均为 19%，比以往更高，进入 90 年代后才开始下降(见图 8.1)。尽管 90 年代以来，报业的权益资本收益率下降至 13%，但仍然高于其他行业 10%的权益资本平均收益率。甘尼特公司的权益资本收益率确实也有所下降，但甘尼特公司迅速进行了重组。1993 年，甘尼特公司的权益资本收益率高达 23%，创公司历史最高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

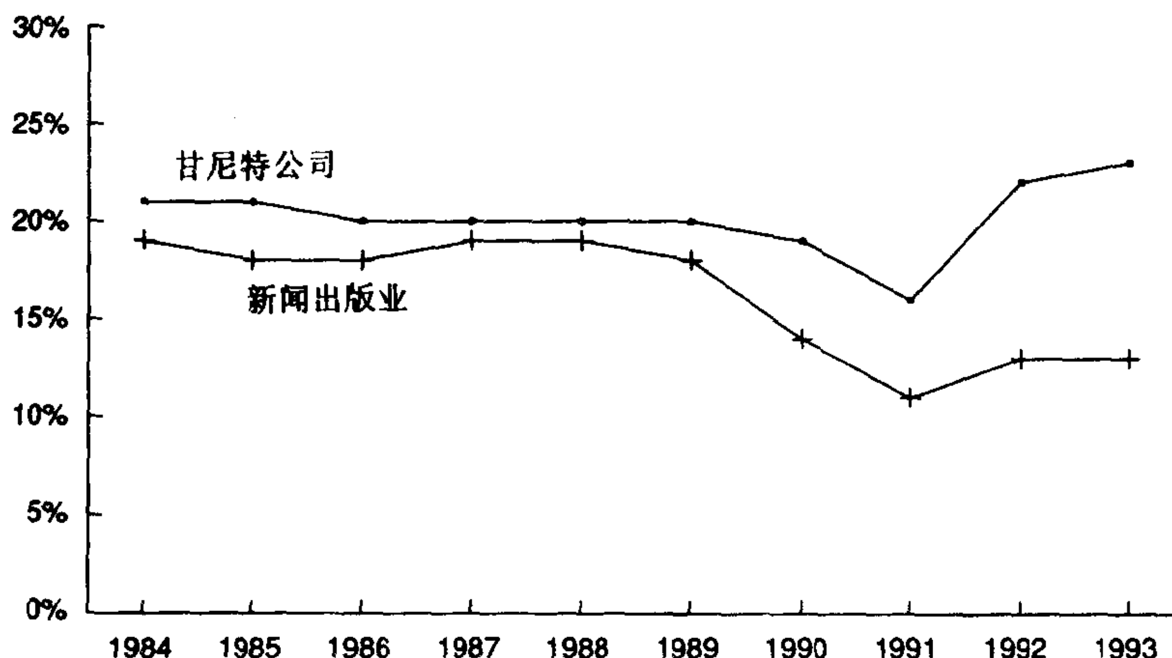


图 8.1 甘尼特公司与报业同行的权益资本收益率比较

准则：经营利润率

甘尼特公司重新获得权益资本高收益的因素之一是厉行节约、控制成本。无论在有利的经营环境下，还是在不利的经营环境下，公司管理层都严格控制成本。甘尼特公司董事长兼首席执行官杰克·柯利 1986 年上任后不久，就大力削减开支。80 年代后期，甘尼特公司的经营费用只占总销售收入的 2.3%。1993 年，这一比例下降到 1.8%。比较甘尼特公司与报业同行的经营利润率(图 8.2)可以窥见甘尼特公司管理层对成本控制的关注和严格。

准则：管理者行为理性

甘尼特公司近年来的成功大部分应归功于杰克·柯利。他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

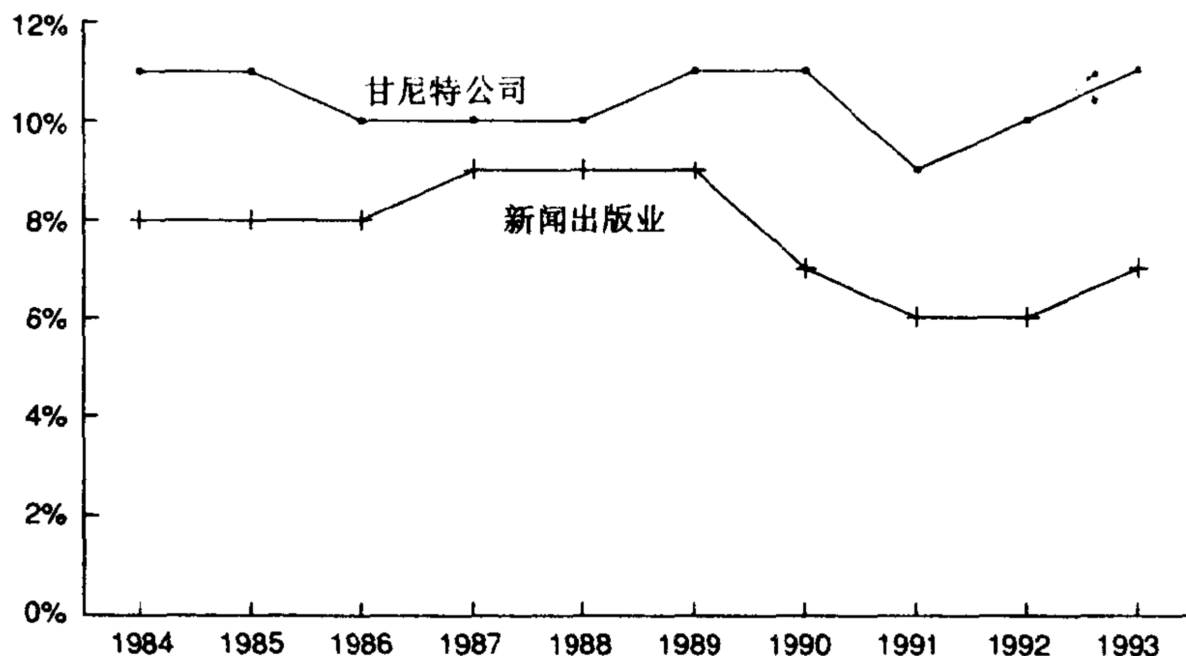


图 8.2　甘尼特公司与报业同行的经营利润率比较

前任奥尼哈斯奉行全面扩张战略，利用甘尼特公司的权益资本购买了许多报社。1974 年到 1987 年期间，甘尼特公司的流通股从 9400 万股扩张为 1.62 亿股。柯利接掌首席执行官后，对股东收益而不是扩张更敏感。1994 年，柯利投资 3.99 亿美元，以每股 50 美元的价格回购 800 万股甘尼特公司股票（见图 8.3）。柯利声称："与其他传媒公司股票价格相比，我们公司的股票更有价值。"

准则：确定股票的内在价值

自 1985 年以来，甘尼特公司的股东收益（净收益加回折旧减去投资）每年增长 12%。1993 年末，甘尼特公司的股东收益为 4.74亿美元。巴菲特用当年 30 年国债收益率对甘尼特公司的股东收益进行贴现。在长期国债收益率处于周期性的低谷时，需要进行适当调整才能作为股票估价的贴现率。例如，1994 年第四季度的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

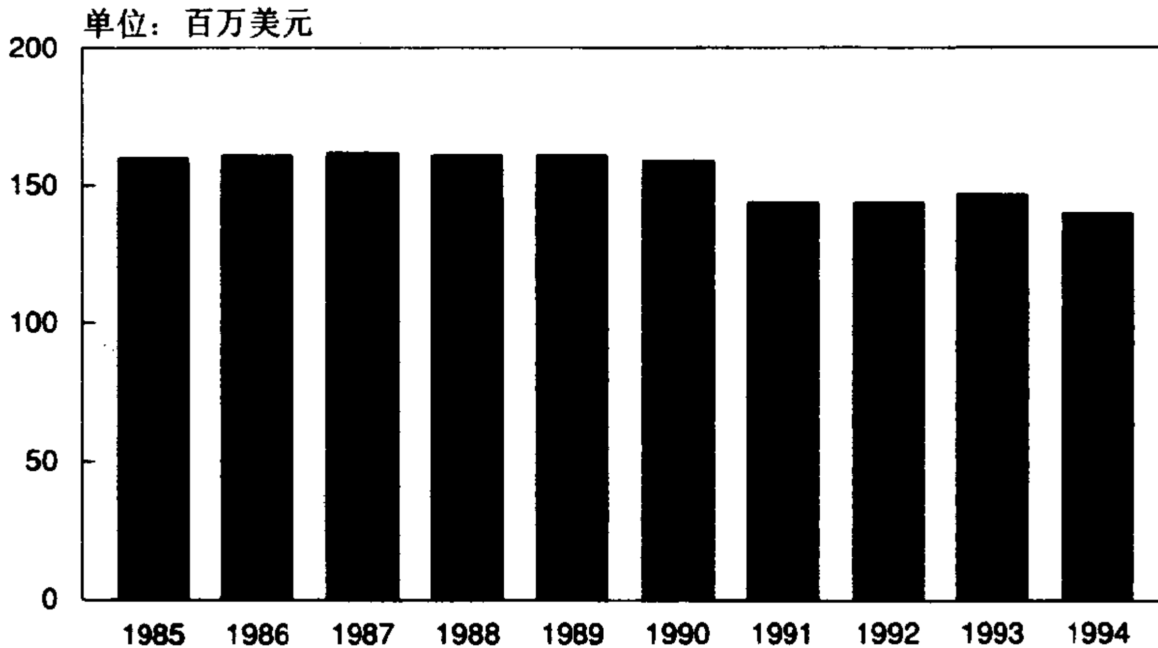


图 8.3 甘尼特公司流通股份数量变化

长期国债收益率在 7.5%到 8.0%之间徘徊，巴菲特为此作了适当调整。

假如用更为保守的 10%来贴现，并且假设甘尼特公司今后 10 年内的股东收益年均增长率为 12%，10 年以后降为 5%，则甘尼特公司股票未来收益的贴现值(即股票的内在价值)约为 170 亿美元，相当于每股 122 美元(见附录表 A26)。假设其股东收益今后 10 年内每年增长 10%，10 年以后每年增长 5%，则股票内在价值为 146 亿美元，即每股 104 美元。

准则：在有利的价位上买入

1994 年下半年，甘尼特公司的股票价格在 45 美元至 50 美元之间徘徊(见图 8.4)。巴菲特的平均买入成本为每股 48 美元。假设增长率为 12%，巴菲特买入价为甘尼特公司股票内在价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60%。若增长率为10%，则为内在价值的54%。无论如何，都有安全收益空间。

对甘尼特公司的投资是巴菲特的经典投资之一。由于甘尼特公司的状况符合巴菲特的投资准则，当其他人认为传媒业前景不妙而大量抛售报业公司的股票时，巴菲特却入市购进，并再次稳操胜券。

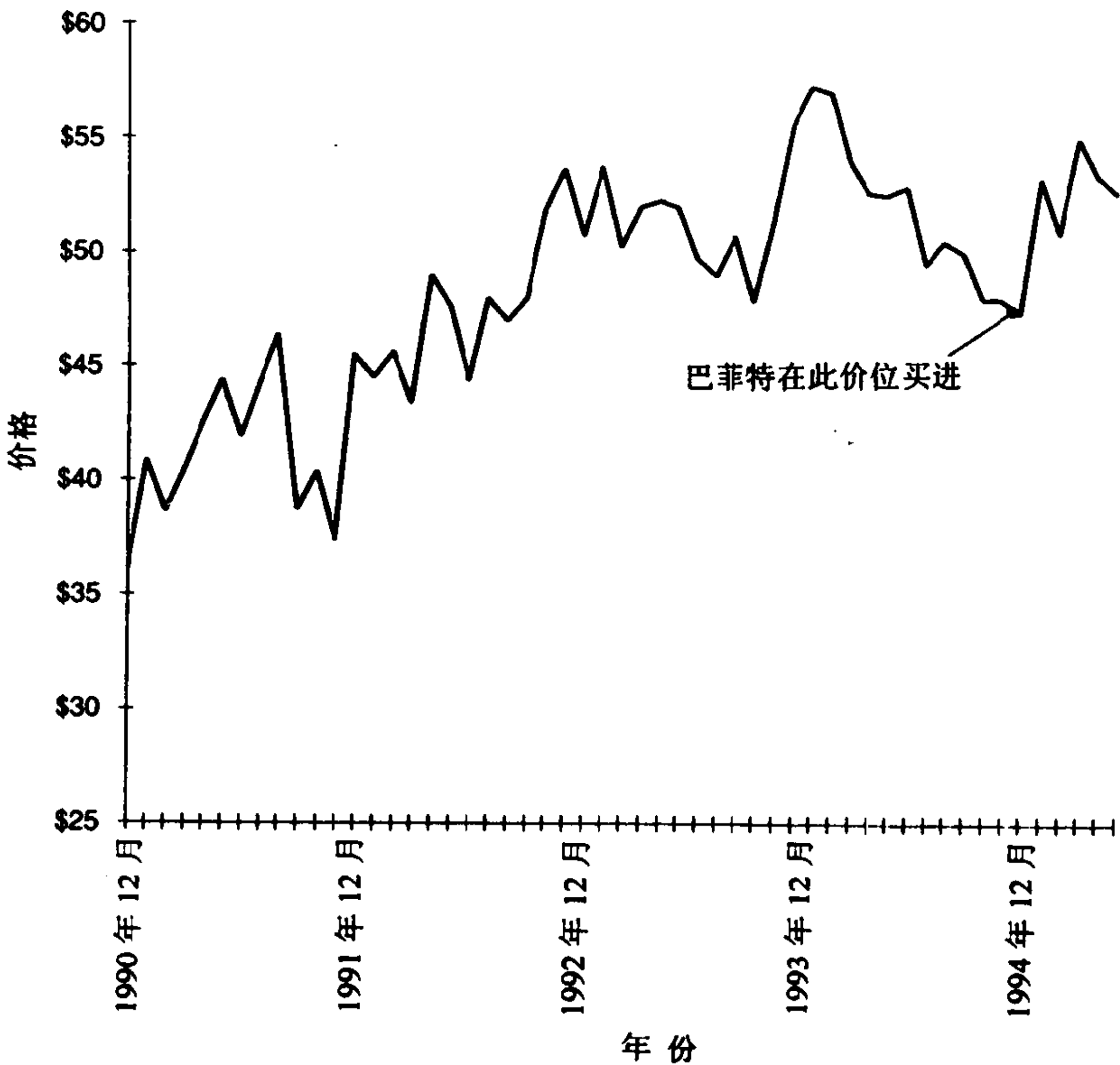


图 8.4　甘尼特公司股票价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PNC 银行

PNC 银行 1983 年由匹兹堡国民银行与费城的国民储蓄银行合并而成，在美国控股银行中排名第十二位，资产 640 亿美元，股东权益 44 亿美元。PNC 银行通过兼并收购银行和非银行业务不断扩张。今天，PNC 银行的分支机构已遍及全美，北至马塞诸塞，西到俄亥俄，南至肯塔基，东到新泽西都可以看到 PNC 银行的机构。

PNC 银行通过四个独立的业务部门提供广泛的金融产品和服务。零售银行部为个人及小企业提供信贷、储蓄、支付服务；公司银行部则为公司及政府部门提供传统的融资、理财和其他金融服务。典型的公司客户为医疗、自然资源、房地产和通讯等领域的公司或机构，这些公司的年销售额在 500 万美元到 2.5 亿美元之间。1993 年，PNC 银行的零售银行业务和公司银行业务收入之和占 PNC 银行总收入的 70%，1994 年这一比例上升到 90%。

PNC 银行第三项业务是投资管理与信托，为客户提供投资建议和资产管理服务，并对个人、机构和共同基金提供监管服务。PNC 银行的投资管理与信托部是美国最大的由银行支持的投资研究机构之一，它的研究报告卖给 245 家其他金融机构。在共同基金管理和投资管理方面，PNC 银行在美国银行业中名列第二和第九，在全部金融业中名列第三十二。PNC 银行管理的资产规模还在不断增加。1995 年第一季度，PNC 银行收购了黑石金融管理公司(BlackRock)，该公司资产超过 240 亿美元。

最近，银行业投资分析家开始关注银行的以费用为基础的业务。这种业务的收益容易预测，并且有利于减少银行贷款业务的收益波动所带来的不利影响。尽管 PNC 银行投资管理与信托业务具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有很强的吸引力，但 1993 年，这项业务的收益只占 PNC 银行总收益的 7%，1994 年也只有占 9%。

PNC 银行的第四项业务为投资银行业务，除了为 PNC 银行自己提供资产负债管理外，还为 200 多个包括注册经纪商、风险投资公司、公司和财政在内的机构和公司提供经纪服务。PNC 银行的投资银行部是医疗保健、大学等机构收益债券最大的银行承销商之一。正是 1994 年投资银行业的低潮使巴菲特更加关注 PNC 银行。

与其他银行相比，PNC 银行从它的前身之一——匹兹堡国民银行继承了一大笔有价证券。由于匹兹堡地区钢铁工业的周期性，当时的匹兹堡国民银行采用证券组合投资策略来减缓经济衰退所带来的贷款需求下降对银行收益的不利影响。尽管目前匹兹堡地区的经济已经多元化了，不再过分依赖钢铁工业，PNC 银行仍然保留了大量的证券投资。1994 年，在 PNC 银行的总资产构成中，有价证券投资占 39%，贷款占 59%，而 PNC 银行其他业务部门相应的比率平均为 20%和 75%。

银行持有大量的有价证券并不一定是坏事。实际上，如果银行能够有效地实现资产与负债的匹配，持有大量的有价证券反而有利。而在纯债券组合中，由于存在利率风险，一旦利率变化，银行的资产与负债很难匹配。

为了从利率下降中获利，PNC 银行曾有意使自己的资产与负债不匹配，这种战略在 1991 年—1993 年期间效果非常好。但到 1994 年，美国联邦储备银行 7 次提高利率，利率开始上升，债券市场经历了 1929 年大萧条以来最严重的灾难，损失甚至超过了 1987 年 10 月的股灾。PNC 银行发现自己陷入了困境，下属的投资银行部 1994 年亏失了 1.36 亿美元。

利率上升导致金融股票特别是银行股票的价格下降。1991 到 1993 年，地区性银行的股价一直高于标准普尔 500 指数，但 1994

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年后，股价呈下降趋势(见图 8.5)。令 PNC 银行股东更为担心的是，PNC 银行的股票价格下降幅度比同业银行更快。1994 年，PNC 银行股票是股票市场上表现最差的股票之一，股票价格下降了 30%，而同业银行的股票价格只下降了 4%。

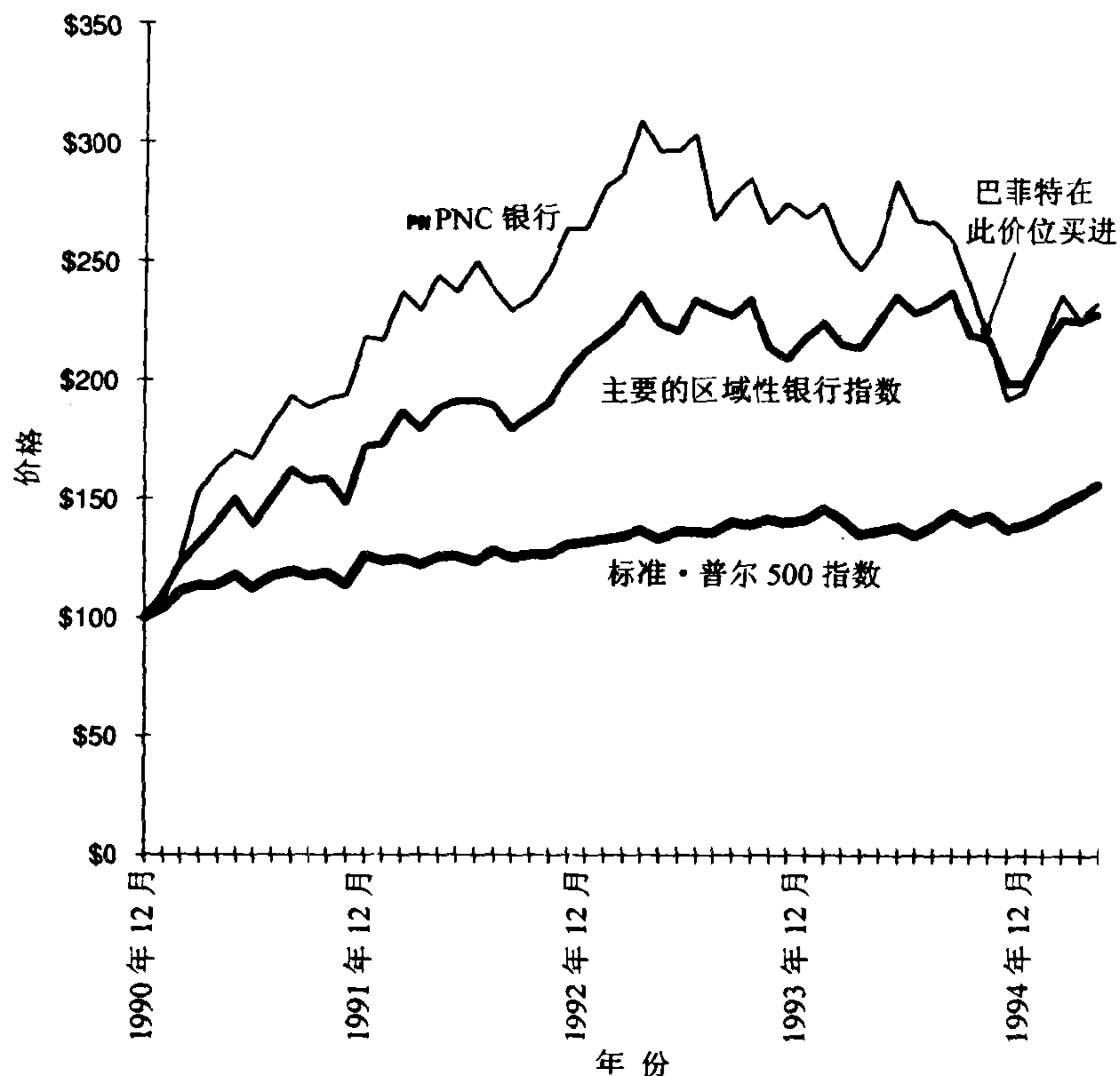


图 8.5 PNC 银行股票价格与 S&P500 和主要的地区性银行股票指数比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管利率上升使PNC银行收益下降了，但它仍然是一家管理完善的银行。PNC银行管理层把下属四个业务部门(公司银行、零售银行、投资管理和信托、投资银行)的收益分开核算，并且分别向股东报告其经营业绩和有关财务指标，包括净收益占业务收入的比例和非利息费用占业务收入的比例，各个业务部门独立经营，单独核算，相互之间没有关联。管理层则根据风险评估状况给各部门分配资本。

1993年至1994年，PNC银行的公司银行部和零售银行部的权益资本收益率分别为18%和20%，投资管理和信托部的权益资本收益率超过40%，投资银行部潜在的获利能力更高。零售银行部和投资管理与信托部的税后经营利润率为20%，公司银行部和投资银行部由于人员及其他开支较少，税后经营利润率在40%和50%之间。

从PNC银行的净利息收入和非利息收入增长历程(见图8.6)中可以看到它具有非常高的获利能力。1984年，PNC银行净利息收入只有4亿美元，1993年，增至19亿美元，年增长率为19%。同期非利息收入从2亿美元增至8.22亿美元，年增长率为16%。

准则：确定股票的内在价值

1992年，PNC银行的税后利润为7.45亿美元，1993年降至6.1亿美元。1994年第四季度，巴菲特以平均每股25.85美元的价格买进PNC股票。在这个价位上，PNC银行流通股为2.35亿股，总市值为61亿美元。若简单地把PNC银行1993年6.1亿美元的净收益按10%的贴现率贴现，即使PNC银行今后10年内每年的净收益不超过6.1亿美元，股票的内在价值也有61亿美元。但是，PNC银行有良好的经营、谨慎的管理以及净利息与非利息收益潜在的增长能力为后盾，今后的年净收益很可能会超过6.1亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

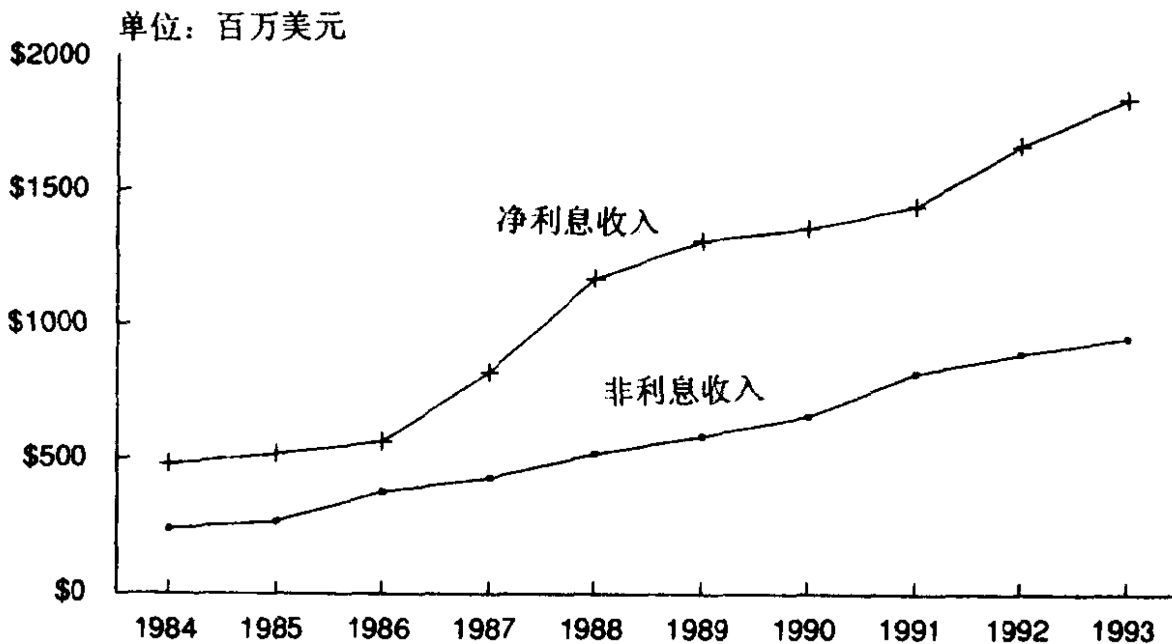


图 8.6 PNC 银行净利息收益和非利息收益

美元。这样,PNC 银行股票的市价与潜在价值之间将有一段安全的收益空间。

巴菲特具有分辨哪些是对公司经营只有暂时影响效应的宏观环境因素的能力。他克服了包围在威尔斯·法高银行的悲观主义,看到了银行业的美好前景。PNC 银行不是威尔斯·法高,也没有遇到卡尔·里查德所面临的两难处境。巴菲特认为,利息上升对PNC 银行的负面影响只是暂时的。正是因为其他投资者抛售 PNC 银行股票而使其价格下降到不理智的低价位,所以巴菲特能够再次买到便宜的股票。巴菲特说,“人们当对宏观环境的担忧达到极点并大量抛售股票时,我们则尽力买入股票。恐惧是狂热主义者的敌人,但却是公司分析者的朋友。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所罗门公司(Salomon)

贝克夏·哈斯维公司在所罗门公司的投资很容易让人联想起“令人沮丧”这个词。巴菲特在这家公司投入了相当多的时间、精力和资本，但迄今为止，至少表面上的结果是远远不能让人满意的。这确实是一个挫折，但挫折并不等于失败。

失败意味着失去，意味着无法取得期望的回报。贝克夏·哈斯维公司投资美国航空公司的经历就是一个失败和错误。巴菲特在贝克夏·哈斯维公司 1994 年的年度报告中向股东承认了这一点。美国航空公司暂时中止了向贝克夏·哈斯维公司支付优先股红利，其股价曾经一度高达每股 50 美元，但现在却不到 10 美元。巴菲特把他的投资记为 25 美分。

然而，所罗门公司并没有中止向贝克夏·哈斯维公司支付其持有的可转换优先股的红利(红利收益率为 9%)。自 1987 年以来，所罗门公司每年都按约支付贝克夏·哈斯维公司 6300 万美元，作为贝克夏·哈斯维公司 7 亿美元可转换优先股投资的回报。尽管 90 年代初期，所罗门公司的股价表现不尽人意，不如同行业的其他公司(见图 8.7)，但这还不足以使人们产生所罗门公司能否存活下去的怀疑。

贝克夏·哈斯维公司从其在所罗门公司的可转换优先股投资中获得的全部收益包括优先股红利收入和以每股 38 美元的价格转换为所罗门公司普通股的期权。尽管此时将优先股转换成普通股无利可图，但收益曲线毕竟还是正的。另外，按照有关规定，一家公司从其他公司所获得的优先股红利收入的 70%可以免税，因此，贝克夏·哈斯维公司在所罗门公司的可转换优先股投资中所获得的税后收益率接近 8.1%，大大高于美国国债和到期日、信用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

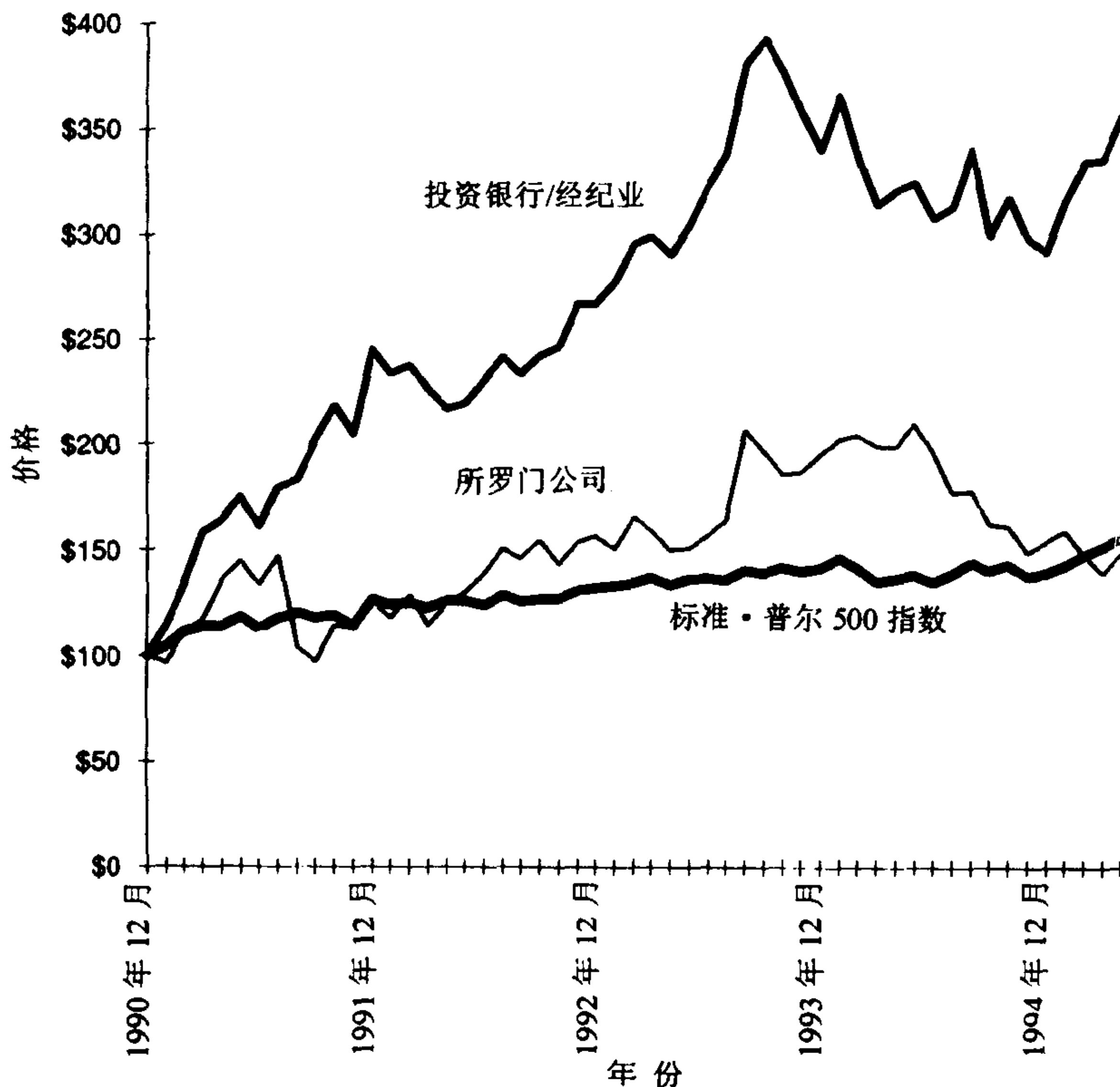


图 8.7 所罗门公司普通股股价与
标准普尔 500 指数和投资银行业指数比较(起始日数值为 100 美元)

等级相同的其他公司证券。

准则:有利的长期发展前景

投资银行与航空公司或饮料公司不同,所罗门作为一家投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行有着某些比美国航空公司更为优越的经济特征。但是，投资银行还难以达到，也不可能达到可口可乐公司那样的获利能力。

早在1987年，巴菲特就承认，投资银行业总体上不具备贝克夏·哈斯维公司在其核心投资中所建立的那些基本投资准则。预测经营稳定企业（诸如可口可乐、吉列、大都会/ABC和华盛顿邮报等）的未来现金流要比预测所罗门公司的未来现金流容易得多。此外，贝克夏·哈斯维公司核心投资的经济风险非常小，很难想象可口可乐公司或华盛顿邮报公司会经营失败。但是，投资银行却相对容易遭受失败。投资银行管理层的行动既能创立也能搞垮一家投资银行。历史经验表明，即使是相当平庸的管理层也很难摧毁一家特许经营型企业强有力的经营状况。但是，正如巴菲特所指出的那样，只要经营有方，投资银行也可以获得长期高回报。

所罗门兄弟公司是所罗门公司的下属公司，从事投资银行业务，它经营两种不同的业务。其中，机构投资银行业务具有获得12%～15%的权益资本收益率的潜力；所罗门兄弟公司自己的帐户交易业务具有获得15%～20%的权益资本收益率的潜力。当这两种业务运作平稳时，所罗门公司能获得高于平均水平的收益。但是，巴菲特深知，当两者中任何一项业务的潜力没有发挥出来时，所罗门公司的收益就会产生严重的问题。

准则：管理层行为理性

华尔街的投资银行业并不是以理性而著称的。实际上，很多人对巴菲特投资这样一个常常出现非理性行为的行业表示疑问。尤其是所罗门公司管理层一向很少考虑公司股东的利益，管理行为缺乏理性。甚至在成为上市公司、有了外部股东后，所罗门公司在很多方面（所罗门公司的报酬体系）仍然更像一家私人合伙企业，而不是公众公司。例如，大多数私人合伙企业将净收益支付给合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，净收益越高，合伙人所得自然也就越多。所罗门公司成为公众公司后，获利能力很强，但以前的合伙人，也是现在的公司雇员，仍然希望获得所罗门公司经营利润的很大一部分。

巴菲特成为所罗门公司股东后，对其资本分配方式很感兴趣。但令他深感不安的是，所罗门公司有一种根深蒂固的作风：尽管公司股东的收益非常一般，却给不断增多的管理人员支付高薪和奖金。

直到巴菲特任命小罗伯特·邓汉姆和德尔克·毛汉为所罗门公司董事长和总经理时，才开始实行基于理性的报酬制度。即首先要保证股东获得可观的投资回报，然后再根据每个董事的贡献大小支付相应的酬金。对所罗门公司的雇员来说，这是第一次根据他们为公司股东创造收益的能力来获得报酬。

这种报酬制度在巴菲特看来非常合理和平常，但对巴菲特和贝克夏·哈斯维公司数十年来行之有效的东西在所罗门公司却未能奏效。自从所罗门公司引入新的报酬制度后，公司雇员们感到很不适应甚至非常痛苦，失去了在公司工作的热情，很多管理董事离职跳槽。

这场关于报酬制度的骚乱使许多人对所罗门公司的未来充满了怀疑，但巴菲特仍然坚守阵地。他既没有屈服，也没有激化这场关于所罗门公司的争论。而且，他在原来的所罗门公司可转换优先股之外又增购了660万股该公司的普通股，使贝克夏·哈斯维公司在所罗门公司的投票权超过了20%。

准则：在有吸引力的价位上买进

贝克夏·哈斯维公司以每股约49美元的价格购买了660万股所罗门公司普通股（见图8.8）。所罗门公司流通股共有1.05亿股，市场价值为51亿美元。如果贴现率为10%（高于当时的三十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

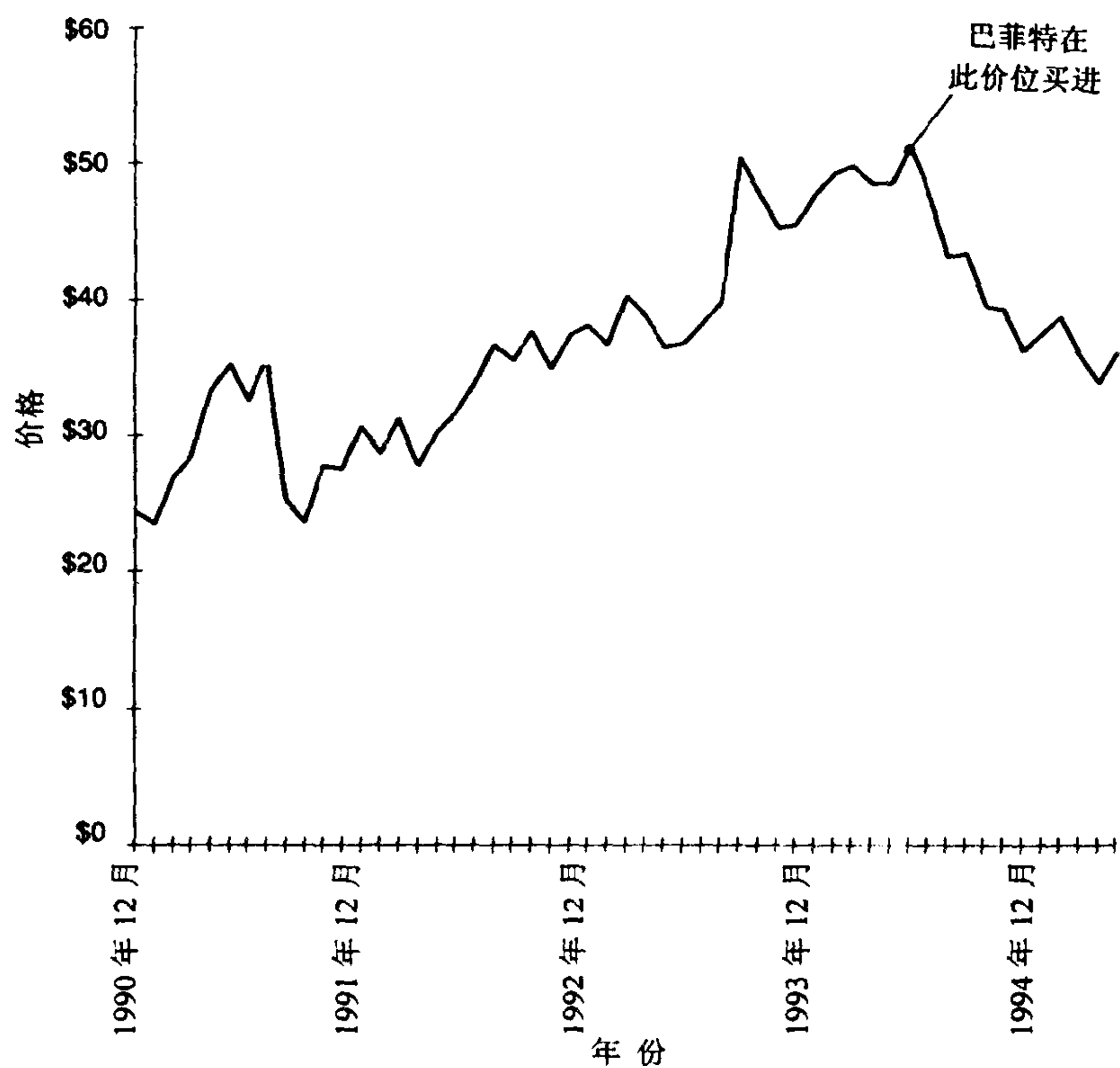


图 8.8　所罗门公司普通股价格

年期国债收益率)，则所罗门公司每年的盈利至少要达到 5.1 亿美元，才能获得 51 亿美元的现值($\frac{5.1}{10\%}$)。1984 年以来，所罗门公司平均每年的盈利为 3.8 亿美元(1993 年 8.64 亿美元的盈利和 1994 年 3.8 亿美元的亏损也计算在内)。如果所罗门公司在 3.8 亿美元的基础上每年增长 5%，则公司股票的内在价值为 79 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。但所罗门公司的经营业绩很难预测，即使是5%这样保守的增长率也很难达到。

但是，那种认为所罗门公司的历史收益有助于预测其未来收益的看法是值得怀疑的。所罗门公司的业务特性在许多方面与贝克夏·哈斯维公司所属的灾害保险公司业务极为相似。对灾害保险公司来说，任何一年的飓风造成的损失都能抵消贝克夏·哈斯维公司当年的全部保费收入，并迫使巴菲特动用几百万美元的储备来应付可能发生的索赔。当然，也有可能在某一年，没有任何发生灾害，贝克夏·哈斯维公司就可以将当年所有的保费收入划归利润。通常发生的是平均情况，贝克夏·哈斯维公司时不时遭受一些有限的保费损失或获取些有限的保费收入。预测灾害何时发生与预测所罗门公司何时会出现巨额损失同样困难。但在一段较长的时间范围内，风险会有所降低，收益也会变得比较平稳。

从1995年10月开始，所罗门公司必须在随后的五年内以每年1.4亿美元的价格赎回贝克夏·哈斯维公司所持有的所罗门公司可转换优先股。但巴菲特可以将这笔优先股转换为现金或3680万股所罗门公司普通股。转换为普通股的盈亏平衡价格为每股38美元。关于巴菲特在1995年10月会采取何种策略引起了人们的种种猜测，是转换为现金或是股票，或者二者兼而有之？

联合资本管理公司的小罗伯特·柯尔曼对巴菲特的投资作了更为深入的分析。柯尔曼估计，即使巴菲特将所罗门公司的优先股全部转换为普通股，他也能从中获得可观的收益，同时，贝克夏·哈斯维公司的地位更为有利。柯尔曼估计贝克夏·哈斯维公司在所罗门公司的10亿美元投资到目前为止已获得了5.04亿美元的红利收入，这样，巴菲特的净现金投资大约只有5亿美元。由于贝克夏·哈斯维公司拥有所罗门公司20%的股权，而所罗门公司的帐面价值约为35亿美元，因此，巴菲特5亿美元的净现金投资价值超过7亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八十年代中期以来，所罗门公司经受并克服了许多挑战：让·皮尔曼的收购企图，1987年的股市狂跌，国库券丑闻，1994年的债券市场丑闻以及现在富有争议的报酬制度。考虑到所罗门公司对这些挑战所作出的反应，就很难说巴菲特投资所罗门公司是失败之举。当然，所罗门公司并没有像贝克夏·哈斯维公司投资的其他公司那样令人满意，但正如巴菲特提醒贝克夏·哈斯维公司股东时所指出的那样，“通往天堂的路不止一条”。所罗门公司可能会显示出它是那种最终会找到自己独特成功之道的公司。

美国运通公司(American Express)

巴菲特一直认为，“长期熟悉公司及其产品对评估公司股票的内在价值很有助益。”巴菲特和美国运通公司打交道的时间仅次于可口可乐公司、政府雇员保险公司和华盛顿邮报公司。60年代中期，美国运通公司发生色拉油库存融资诈骗丑闻(当时，美国运通公司签发了能证明一大批色拉油存在的仓库收据，但这批色拉油并不存在，实际上是海水、肥皂水甚至烂泥。美国运通公司因此面临数百万美元的索赔，股价也相应跌了一半)后不久，巴菲特当时的合伙公司花了1400万美元购买了美国运通公司5%的股份，相当于合伙公司自身资产的40%。在随后的三十年中，贝克夏·哈斯维公司又投资14亿美元累计购买了美国运通公司10%的股份。

准则：持续经营的历史

尽管美国运通公司业务发生了一些变化，但本质上与巴菲特当初购买它时相同。主要分为三部分：(1)旅游及相关服务(TRS)，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括发行运通信用卡和运通旅行支票，这项业务的收入占运通公司总收入的 70%；(2)金融咨询服务，涉及财务计划、保险和投资产品，有 3600 名财务咨询专家，管理的资产达 1,060 亿美元，是全美最大的货币管理机构，业务收入占美国运通公司总收入的 22%；(3)运通银行，在全世界 37 个国家和地区设有 87 家办事处。但运通银行的业务收入只占美国运通公司总收入的 5%。

运通公司旅行服务业务一直创造着非常可观的收益，并能为自身的发展提供资金，盈利也比较容易预测。但是，当一家公司的现金收入超过自身经营对资金的需求时，如何分配公司资本常常作为对经理人员是否负责任的衡量标准。有些经理只保留必须的投资资本，而将剩余的现金以增加红利或回购股票的方式返还给公司股东。而有些经理则总是找机会花钱，一味扩大公司规模，最终浪费股东财富。非常不幸的是，詹姆士·罗宾逊就是按后一种方式管理美国运通公司的。

罗宾逊计划用旅行服务业务部门多余的现金去收购相关的企业，把运通公司建成一个强大的金融服务机构。收购 IDS 金融服务公司确实很合算，而收购西尔逊-莱曼公司(Shearson-Lehman)则令人失望。因为这家公司不仅不能自给自足，还需要运通公司提供越来越多的资金才能维持经营。罗宾逊在西尔逊-莱曼公司前后共投入了 40 亿美元，导致运通公司自己也捉襟见肘。罗宾逊不得不求助巴菲特，巴菲特为此购买了 3 亿美元的运通公司可转换优先股。巴菲特之所以采用可转换优先股方式投资，是因为当时还没有信心成为运通公司的普通股股东。

准则：管理层行为理性

运通公司皇冠上的宝石是著名的运通卡。但公司缺少一支能清醒认识到公司经营状况的高层管理人员。幸运的是，1992 年罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宾逊悄然辞职，由哈维・高鲁博(Harvey Golub)继任总裁。高鲁博清醒地认识到运通公司的经营状况，与巴菲特的观点类似。在谈到美国运通卡时，高鲁博使用诸如“特许权”和“品牌价值”等字眼。高鲁博的当务之急是加强运通公司旅游及相关服务(TRS)业务的品牌意识，同时支撑西尔逊-莱曼公司的资本结构准备出售。

在其后的两年里，高鲁博清算了运通公司业绩不佳的业务和不良资产，努力恢复运通公司的盈利能力，提高权益资本收益率水平。1992 年，高鲁博将下属的第一数据公司上市出售，为运通公司带来了 10 亿美元的收益。在随后的一年里，高鲁博将运通公司下属的波士顿公司以 15 亿美元的价格卖给梅隆银行。不久，又将西尔逊-莱曼公司一分为二，出售了其中的零售帐户业务部；而莱曼兄弟公司则以分立方式转给了运通公司股东。

1994 年，美国运通公司又开始显露出它从前的盈利迹象。公司的资源坚定地支持着旅行服务。管理层的目标是把运通卡变为世界上最受尊敬的服务品牌。公司多次强调美国运通卡的品牌价值，甚至将下属的金融服务公司更名为运通金融服务公司。

高鲁博对运通公司进行了一系列大刀阔斧的重组后，又定下运通公司的财务目标：每股收益每年要提高 12%～15%，权益资本收益率要达到 18%～20%。1994 年 9 月，运通公司发表了一项声明，清晰地显示了公司新管理层的理性。同时，鉴于市场状况，运通公司董事会授权管理层在 1994 年秋季回购 2000 万股运通公司普通股，这个决定对巴菲特来说无疑是美妙的音乐。

1994 年夏季，巴菲特转换了手中的美国运通公司可转换优先股，不久，他又购进了更多的运通公司普通股(见图 8.9)。到年末为止，巴菲特以平均每股 25 美元的价格拥有 2700 万股运通公司普通股。1995 年春季，运通公司宣布它将再次回购 4000 万股公司股票，相当于运通公司全部流通股的 8%。

现在，美国运通公司已今非昔比，在放弃了西尔逊-莱曼公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，运通公司创造现金的能力相当强。公司再次出现现金富余的情形。巴菲特及贝克夏·哈斯维公司在美国运通公司的地位也大大增强。1995 年 3 月，巴菲特又增购了 2000 万股运通公司普通股。至此，贝克夏·哈斯维公司在运通公司的股权份额已接近 10%。

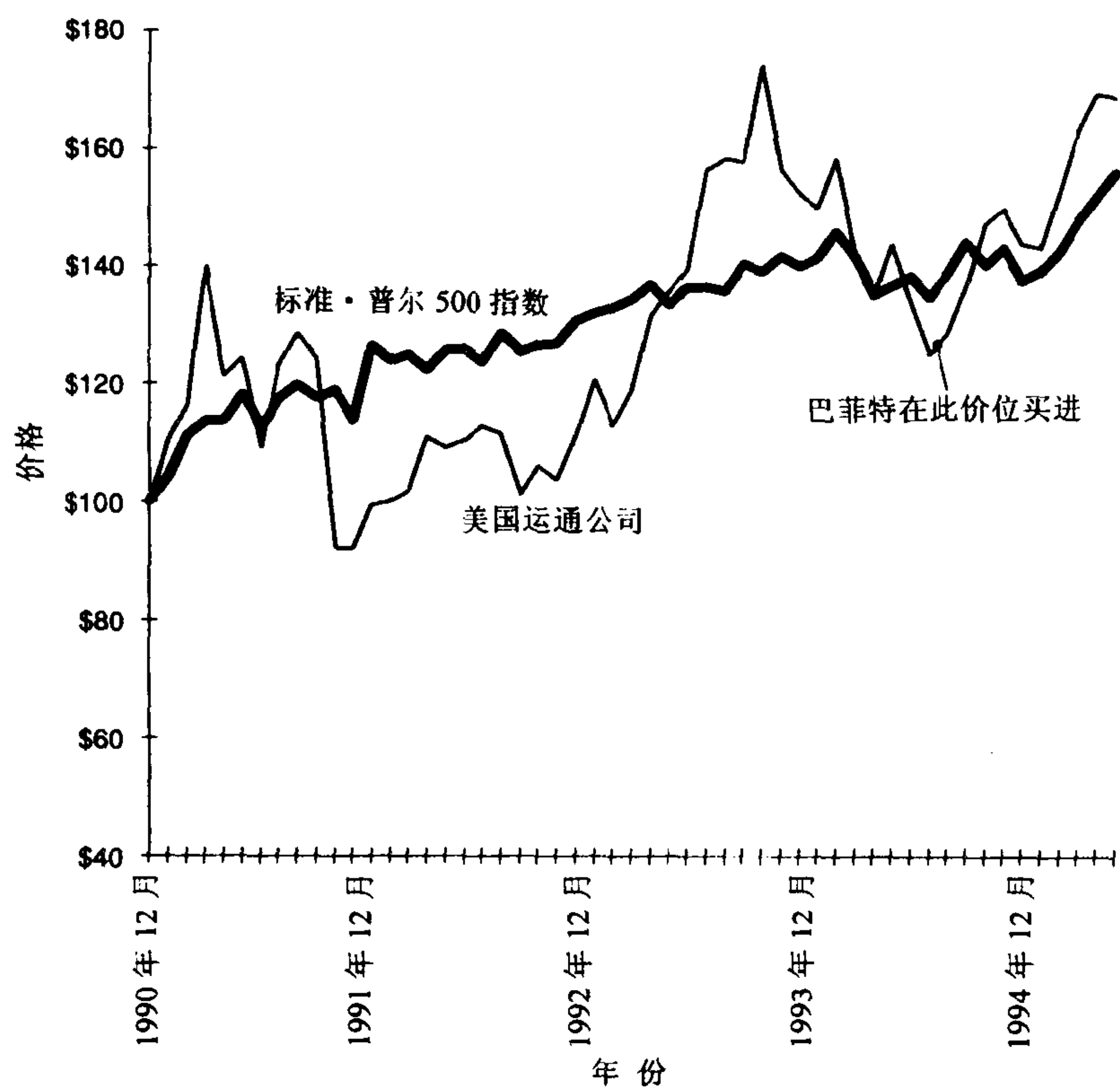


图 8.9 美国运通公司普通股价格及 S&P 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则：确定股票内在价值

1990年以来，美国运通公司的非现金费用（折旧、摊销）与其购置土地、建筑和设备的资本支出数额相当。当折旧、摊销等非现金费用接近资本支出时，股东收益就近似等于净收益。但是，如果公司经营历史不稳定，则很难断定其股东收益的增长率。在这种情况下，最好的办法是使用比较保守的增长估计。

截止1994年底，包括美国运通公司1993年出售下属业务机构所获得的收入在内，公司的股东收益约为14亿美元。高鲁博的目标是股东收益每年增长12%～15%。假设今后十年运通公司股东收益每年增长10%，其后的增长率为5%（低于管理层的预计），如果用10%（考虑到三十年期国债收益率为8%，这是一个相当保守的贴现率）贴现运通公司股东的未来收益，则运通公司股票的内在价值为434亿美元，或每股87美元（见附表A.27）。如果运通公司股东收益的年增长率能达到12%，其股票的内在价值将接近500亿美元，或每股100美元。即使按最保守的估计，巴菲特也是以相当于运通公司股票内在价值70%的折扣购买到运通公司股票。这个数字意味着巴菲特的预期收益有相当大的安全空间。

准则：有利的发展前景

对于某些投资者而言，很难评估美国运通公司的特许经营质量。目前，一般用途的信用卡市场被维萨卡（visa）和万事达卡（MasterCard）所垄断，因为这两家信用卡公司都不收取年度费用，使用的场所也较多。但美国运通公司也有自己的优势。首先，运通卡的覆盖面较广。目前，运通卡可以在美国80%的零售商店、86%的加油站和近100%的世界性大旅游和娱乐场所使用，并且已为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越来越多的商家所接受。第二，运通卡持有者的消费水平高于维萨卡和万事达卡持有者：前者平均每年的消费支出为 4000 美元，而后者平均每年只消费 1500 美元。对商家而言，消费能力至关重要，因此，运通卡越来越多受商家青睐。

许多投资者在看到人们的消费支出大幅度增加后，纷纷搜寻从事休闲娱乐业（餐馆、娱乐场所等）的公司股票。对巴菲特来说，无论顾客选择何种休闲和娱乐方式，他们中的很多人用美国运通卡付帐，这样，通过拥有运通公司 10%的股份，巴菲特能从每天所发生的大量的消费购买行为中获取厚利。

沃特·迪斯尼公司（Walt Disney）

1995 年 7 月 31 日，沃特·迪斯尼公司出价 190 亿美元收购了大都会/ABC 公司，这也是自 1989 年 KKR 公司并购 RJR Nabisco 公司以来最大的一笔公司并购交易。“新”的沃特·迪斯尼公司变成了世界上最大的传媒和娱乐公司。巴菲特说：“我并非对所有的并购都抱有兴趣，但这次迪斯尼收购大都会/ABC 是一个例外，我对这次并购比以往所遇到的其他并购有着更为强烈的直觉。”

人们对迪斯尼公司总裁埃斯勒的勇气感到吃惊的同时，也非常钦佩大都会/ABC 公司总裁汤姆·穆菲在其任期内的成就。穆菲在这样一个变化迅速的商业环境中所获得的成就可能很少有人可比。大都会公司 1957 年首初公开上市时每股价格只有 5.75 美元，而现在，当时的 1 股（经过股票分割等调整后，相当于现在的 80 股）大约价值 1 万美元。这就是说，大都会公司在过去 38 年里，获得了令人难以置信的年均 22%的回报率。

在大都会/ABC 公司卖给迪斯尼公司的交易中，穆菲交出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富有价值的全部家底：全美排名第一的电视网——ABC；8 个电视台和 21 个无线电台；7 种日报和 71 种周报；61 种专业杂志；三个有线电视网——A&E 、生活时代以及美国最大的有线电视网 ESPN80%的股份；大都会/ABC 公司与数个国际性电视电影制作公司和广播电视公司所结成了联盟；另外，还有 4 亿美元的净资产。与这个行业里的许多公司为避免被其他公司合并举债回购股票，从而陷入了深重的债务危机相比，大都会/ABC 公司 4 亿美元的净资产非常令人羡慕。想当初，穆菲起家时，只有一个电视台和一个在纽约市的调幅(AM)电台，这是一个相当杰出的成就！

迪斯尼公司收购大都会/ABC 公司给人留下了深刻的印象。迪斯尼公司本身也是声誉卓著，实力雄厚。拥有公园(例如，迪斯尼天地，迪斯尼世界)，电影和电视节目制作公司，制作过“阿拉丁神灯”、“狮子王”等风靡全球的动画片的动画片制作部，电影分销系统，还有迪斯尼公司的电视频道。迪斯尼公司在全球拥有超过 350 个迪斯尼专卖店，销售各种消费品。迪斯尼公司拥有欧洲迪斯尼、大力鸭曲棍球队、加州天使棒球队和一家戏剧公司。这家戏剧公司近年来制作了轰动全球的舞台剧《美女与野兽》。收购大都会/ABC 公司后，更是锦上添花，综合实力大增，市场价值超过 400 亿美元，每年至少可以获得 165 亿美元的利润。

准则：有利的长期发展前景

传媒企业经常被定义成两个部分：传播的内容和传播渠道。传播内容是指影片和电视节目等产品。传播渠道则指把传播内容送至顾客的途径。用巴菲特的话来说，迪斯尼收购大都会/ABC 之所以最具爆炸性，是因为这是“世界第一的娱乐制作公司(迪斯尼)收购世界第一的传播公司(大都会/ABC)。”

以前，大多数投资者以为节目制作公司比传播公司更有价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然传播公司的经济特征很有吸引力,但成功的节目所获得的回报非常巨大。因此,节目制作公司与传播公司开始互相渗透,就像是寻求配偶一样。双方都意识到把节目制作与传播结合在一起是一种势在必行的策略。正好联邦政府也开始修改有关法律条文,不再禁止电视网拥有一定的节目制作公司,节目制作公司可以通过与传播公司的密切合作来保证节目的及时上映,从而提高了传媒业公司的整体盈利能力。

但如果把迪斯尼收购大都会/ABC 视为节目制作者与传播公司只是出于便利这一目的来分析,则明显忽视了关键所在。埃斯勒指出:"我们收购大都会/ABC 并不仅仅是为了获得一个电视网。大都会/ABC 并不只是一个电视网。"很明显,大都会/ABC 的宝库中最吸引迪斯尼是 ESPN——娱乐体育节目网。ESPN 在美国覆盖 6600 万户家庭,在全球 150 多个国家和地区中还拥有另外 9500 万户的家庭。当穆菲被问及 ESPN 是否是这次收购行动中最有价值的资产时,他回答说:"对于迪斯尼公司来说,我想应该是这样。"

迪斯尼收购大都会/ABC 并不只是为了降低成本,也不只是为了确保节目及时上映。更实际和长远的目的是为了更好地向海外扩展。

众多电视网一直为第一位这一宝座进行你死我活的长期竞争,这实际上是一种零和竞争。因为无论如何,美国只有 5 亿观众,这个数目不会快速增长。维持利润增长的方法不是在既定的市场规模下去改变电视网的节目编排内容,而是争取到更多的观众。正如可口可乐、吉列等公司深知增加销售和利润最有效方法是通过开拓海外市场,扩大产品消费量一样,传媒公司也开始接受这种经营理念。娱乐业的目标也是吸引更多的观众,而海外观众的数量比美国观众要多得多。

体育节目和动画片是两类容易在世界范围流行的节目。这两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类节目在全球均有很强吸引力，容易译成不同国家和民族的语言，而且内容也没有政治色彩。把迪斯尼公司自己的节目和频道与ESPN结合后，迪斯尼公司可以强有力地进行海外扩张。在与大都会/ABC合并前，尽管迪斯尼公司的品牌全球闻名，但它的节目所接触到的观众还不能与ESPN相提并论。因为ESPN在迪斯尼自己的频道开播前就早已在全球播出体育节目。目前，ESPN不但播出国际流行的体育节目，如篮球、橄榄球、棒球和足球，而且还通过播出每个国家本地所喜爱的体育节目，以此来巩固它与各国观众的关系。例如，在印度，美国橄榄球比赛会在当地板球赛结束后才播出，而在中国，同样的比赛则在乒乓球赛播完了再播出。迪斯尼收购大都会/ABC后，可以在ESPN已有的传播渠道和二十多年的全球传播经验基础上加速迪斯尼公司的动画片节目的传播。通过了解ESPN的价值，我们很容易接受这样的事实：迪斯尼收购大都会/ABC的确不只是收购一个美国电视网。

准则：管理层行为理性

埃斯勒作为一个有效率的公司经理所获得的好名声经常被他从迪斯尼公司获得的奢侈补助和他的性格特征所掩盖。但是没有人否认他为迪斯尼公司的股东创造了巨大的价值。从80年代中以来，埃斯勒为迪斯尼公司股东创造了220亿美元的市场价值。这就是说，当他从迪斯尼公司每获得1美元时，他也为公司股东创造了4美元的市场价值。这个结果表明，股票市场承认了埃斯勒的管理成果。

这个评价的最基本标志经常可以从公司管理层对增发公司股票的态度中找到。因为增发公司股票往往会稀释现有股东的权益。在这方面埃斯勒有着良好的记录。他对发行额外股票的犹豫差点失去了对大都会/ABC的并购机会。穆菲与埃斯勒很早以前就开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始讨论两家公司合并的可能性，只是最近几个月更为热衷。这项收购交易的谈判曾因埃斯勒拒绝发行新的迪斯尼公司股票来收购大都会/ABC而中止过。穆菲希望通过交换两家公司股票来减少现金交易的巨额纳税。而且他也希望大都会/ABC公司的股东能从整合后的新公司的发展中获益。最终，穆菲与埃斯勒就收购条件达成了一致意见。埃斯勒同意以1股迪斯尼公司股票交换或65美元的现金收购1股大都会/ABC公司的股票。穆菲对这个结果表示满意。

准则：确定股票内在价值

在迪斯尼公司收购大都会/ABC公司的交易中，投资者所面临的挑战并不是判断迪斯尼公司提供给大都会/ABC公司的收购条件是否公平和合理，而是确定购买和持有整合后的新公司的股票价值。虽然两家公司的整合通常会带来财务上的不稳定，但是，如果我们考虑到这两家公司对世界的重要影响并运用本书所介绍的评估方法时，可以对新的迪斯尼公司股票的内在价值进行比较客观的估计。

通过分析两家公司独立经营时的成果为基础，我们可以比较好地把握新的迪斯尼公司股票的内在价值。我们首先对这两家公司1995年的经营成果进行比较保守的估计，然后根据收购成本进行调整。1995年底，迪斯尼公司预计能赢利13.7亿美元，折旧预计为4.95亿美元，资本性支出11亿美元。迪斯尼公司的股东收益（净收入加回折旧，减去资本性支出）大约是7.65亿美元。1995年，大都会/ABC公司预计能获得7.85亿美元的净收益，折旧额预计1.75亿美元，资本性支出则为1.25亿美元。这样，1995年的股东收益大约是8.35亿美元。

两家公司整合后，新的迪斯尼公司1995年预计可获得16亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的股东收益。但是新的迪斯尼公司又将产生100亿美元的新负债——用于支付收购支出。迪斯尼公司的财务总监斯特芬·博伦巴赫(Stephen Bollenbach)估计这笔债务的资本成本为7%(一半是固定利率,一半是浮动利率),即每年要支付7亿美元。考虑到迪斯尼公司可能承受40%的公司税率,因此,这笔债务的税后成本为4.2亿美元(7×(1－40%))。扣除收购成本后,新的迪斯尼公司的股东收益为11.8亿美元(16亿美元减去4.2亿美元)。

我们知道,巴菲特通常用三十年期国债收益率来贴现股东收益。但在利率处于周期性的低点时,巴菲特也会进行相应的调整,例如,将其调至10%。假设新的迪斯尼公司的股东收益能以15%的增长率持续增长10年,随后以5%的增长率持续增长,以调整后10%的收益率作为贴现率来贴现股东收益,可得新的迪斯尼公司股票的内在价值约是为38亿美元(见附表A.28)。

准则:在有利的价位上买进

迪斯尼收购大都会/ABC公司时,迪斯尼公司需要增发与大都会/ABC公司流通股份数量相等的1.55亿股新股。迪斯尼公司的流通股相应要增至6.75亿股。如果新的迪斯尼公司在今后10年中能以每年15%的增长率增加股东权益,随后以5%的增长率持续增长,那么新的迪斯尼公司股票的内在价值大约是每股80美元,而迪斯尼公司股票的市价为每股60美元。这表明公司在以内在价值的25%折扣出售。虽然对巴菲特来说,这个收益的安全空间并不大,但这至少表明迪斯尼公司本来的股东和那些最终将持有迪斯尼公司股票的大都会/ABC公司的股东没有超值投资。

显然,只要增加股东收益增长率就可以轻易增加公司股票的内在价值。例如,如果你相信合并后的新迪斯尼公司的股东收益增长率能维持在17%,则股票内在价值可达每股93美元。如果你相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信上述增长率能达到20%，则股票内在价值会升至每股100美元。

但巴菲特提醒投资者不要高估收益增长率。安全收益空间是保护投资者避免不可预见但可能会影响公司股票内在价值和公司股东收益的环境因素。不要以为仅仅通过扩大安全空间就可以用单一的增长率来保护自己的投资。实际上，我们的预测并没有反映迪斯尼收购大都会/ABC后可能出现的整合效应。埃斯勒指出："整合效应会不断持续。"在并购交易中，由于双方认识到整合后可能产生其他的机会，希望以合适的价格实现并购的谈判经常因此而中断。"

迪斯尼收购大都会/ABC之举非没有受到批评。某些人认为两大传媒公司的垂直整合并非明智之举，另外有些人则怀疑迪斯尼公司在大都会/ABC公司正值鼎盛时期进行收购会增强获利能力和水平。还有少数人怀疑两家不同文化的大公司能实现和谐整合。

当一家公司宣称要收购另一家公司时，通常是被收购公司的股票价格上涨而进行收购的公司股票价格下降。但华尔街往往惩罚收购方，因为收购行为往往会增加债务或需要整合两种彼此独立的业务实体，从而增加投资风险。巴菲特却有自己独到的见解。他认为，迪斯尼收购大都会/ABC公司后，事实上是形成了一个更强大的公司。有些公司高层管理人员担心迪斯尼公司收购大都会/ABC公司的决定宣布后，迪斯尼公司的股票价格可能会下降时，巴菲特曾与迪斯尼公司的一位高级管理人员打了一个100美元的小赌，巴菲特坚信收购决定公布后，迪斯尼公司股票当天的收盘价一定会上涨。1995年7月31日(星期一)早上，埃斯勒与穆菲宣布迪斯尼公司收购大都会/ABC公司后，迪斯尼公司股票当天的收盘价为58.62美元，比收购消息宣布前上涨了1.25美元。

迪斯尼公司收购大都会/ABC公司的条件相当灵活。大都会/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ABC公司的股东可以按照自己的意愿选择现金或迪斯尼公司股票。由于巴菲特持有2000万股大都会/ABC公司的股票，并且选择了股票转换方案，因此顺理成章地成为世界上最大的传媒和娱乐公司的第二大股东，仅次于Bass家族。在巴菲特看来，收购后的迪斯尼公司仍然处在萌芽阶段，并且合乎巴菲特的投资准则。因此，巴菲特表示，“还想持有更多的迪斯尼公司股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

一个非理性的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　一个非理性的人

萧伯纳曾这样写道:“理性的人使自己适应世界,而非理性的人则总是试图让世界适应自己。因此,所有的进步都得依靠那些非理性人物”。那么,我们是否可以认为巴菲特是一个“非理性人物”呢?我个人认为巴菲特的投资方式代表了当今金融界的进步,从这个意义上看,巴菲特理当属于非理性人物。当我们来审视那些“理性”的人们最近的所做所为时,就可以发现他们当中的顶尖人物也非一帆风顺,而最糟的情况则是一场灾难。

二十世纪八十年代很可能被记录为金融投资上的“期货冲击”时代。程序交易、杠杆收购、垃圾债券、衍生证券和指数期货等五花八门、层出不穷的新玩艺已经毫不奇怪吓坏了许多投资者。基金管理人之间的差别已经消失;基础调研的苦差事已让位给计算机旋风般的高速处理;黑匣子代替了与公司管理员的见面和调查;自动操作淘汰了直觉经验。今天,一般投资者的美梦已破灭,他们对现在的金融市场倍感陌生。由于大多数基金管理人没能使客户的证券组合增殖,我们就很容易理解为什么消极指数投资会流行起来。

过去几十年间,投资者游戏般地周旋于各种不同的投资方案之中。小额资本化、大额资本化、增长、价值、推动力和产业周而复始地轮回,提供了可观的投资回报。但在其他情况下,这些方法又使其追随者在“平庸”时期陷入困境。但巴菲特是一个例外,他没有在这一时期受到损失。他的投资战绩一直遥遥领先。当投资者和观察家在各种古怪的投资方式上花费大量精力时,巴菲特却已悄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悄地积聚了几十亿美元的财富。总而言之,“公司”是他的经济工具,“常识”是他的经济哲学。

巴菲特是如何创造财富的呢?

只要我们看一看记录下来的巴菲特成功运作的例子和他简单的投资理论,我们就会发现,现在最合适的问题不再是“他是怎么做到的?”,而是“为什么别的投资者不采用他的方法?”答案可能在于人们是如何去理解“投资”这一看似简单的概念。

巴菲特进行投资时,他只注意公司本身。而大部分投资者却只盯着股票价格。这些投资者用了太多的时间、精力来观望、预期和预测股票价格变化,而几乎没有花时间去理解他们拥有部分所有权的公司。这种理解可能是非常初级的,但却正是使巴菲特与众不同的根本所在。他具有拥有和管理许多不同类型公司的经验。因此,当他在普通股上投资时,这些经验使他的行动区别于其他所有的专业投资人。

拥有和经营各种类型的公司给予巴菲特以特殊的优势。在他的商业探险中,他经历过成功,也遭受过失败。从这些成功与失败中,他学到了许多东西,并且将其运用到股票市场上。很遗憾,其他专业投资者都没有经受过类似的有益的教育。当其他专业投资者忙于研究资本资产定价模型、风险系数β和现代证券组合理论时,巴菲特却在研究公司的损益表、资本再投资需求和现金产出能力。“你真正能向一条鱼解释在陆地上行走的感觉吗?”巴菲特问道,“对鱼来说,陆上的一天胜过几千年的空谈。同样,一天的经营公司的实践也具有相同的价值。”

巴菲特认为投资者和企业家看待公司的角度应该是一致的。因为从本质上说,他们在追逐同样的东西。企业家想拥有整个公司,投资者想买入公司的一部分。如果问一个企业家,当他收购一个公司时他会考虑些什么?最可能的答案通常是“这个公司能创造多少现金?”。金融理论指出,公司的价值和它创造现金的能力总是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一种直接的联系。为了获利，企业家和投资者都应该关心同样的经济指标。

如果适应巴菲特的投资战略仅仅需要视角变换，那么更多的投资者有可能成为其支持者。不幸的是，应用巴菲特的方法需要的不仅仅是视角的变换，还需要改变对投资决策的评价和描述方式。传统的投资评价标准是价格变化：股票买入价和市场价之间的差价。长远来看，股票价格应该追随公司价值的变化。但在短期内价格会在公司价值上下大幅度地来回变动，这种变动不是由公司发展情况决定的。现在的问题在于，大部分投资者用短期价格变化来衡量他们的投资方法的成败。然而这些短期变化经常与公司的经济价值变化毫无关系，而是与预期其他投资者行为密切相关。

另外，客户要求职业投资者每季报告投资情况。在等待他们的资产按某种预想的比率增值的过程中，客户经常失去耐性。如果他们的财产没有在短期内升值，客户会失望并且怀疑专业投资人的能力。专业投资人明白他们必须在短期内使资产升值，否则就有失去客户的危险。因此迫使他们往往沉迷于追踪股票价格。

巴菲特相信用短期股价变动来评价公司成败是愚蠢的。他不让他的公司向他报告股价，而是要他们报告经营进展。他每年都要检查公司以下几个经济指标：

- 权益资本收益率
- 经营利润率、负债水平和资本支出需求的变化
- 公司创造现金的能力

巴菲特相信，如果一家公司的这些经济指标提高了，该公司股票市场价格在长期内必会反映这种变化，至于短期股价变化则毫无意义的。

使用经济尺度作为成功标准的困难在于按此行动是不符合常规习惯。客户和专业投资人都程序化地追随股票价格。每天，股票市场报告股票价格；每月，客户的会计报表反映价格变化；每个季

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度，客户都要评价专业投资人的管理业绩，用的仍是股票价格的变化。摆脱这种进退维谷境地的可能方法就是应用巴菲特的“通观”收入概念。如果投资者应用“通观”收入来评价其投资运作，也许可以减少单纯追随价格的不合理行为。

如果你认为用经济指标代替短期价格变动是不可能的，就请你看看“关系投资”已逐渐从制度上被机构投资者所接受的事实。

关系投资

进入了二十世纪九十年代，开始出现一种“新”的投资战略。曾经是典型短期交易者的机构投资者的行动变得越来越像公司股东了。这种投资观逐渐被称作“关系投资”，它反映了在投资者和公司之间建立一种长期关系的要求。证券及交易委员会的支持并鼓励机构投资者在公司投下大宗赌注，这样机构投资者就能更像一个长期股东那样行动。

关系投资的逻辑是浅显易懂的。投资者提供有耐心的资金，反过来允许基金管理人追求共同长期目标。投资者和基金管理人都不再为短期股价变动而焦虑。关系投资吸引机构投资者的地方在于它的潜在回报率。鉴于 80 年代消极指数投资提供了十分可观的投资回报率，90 年代可能会面临一个更恶劣的环境。

今天的养老基金持有美国全部证券近 55%的份额。过去，当投资者对公司及其管理层失望时，解决办法就是卖掉该公司股票，寻求另一个投资目标。但当庞大的养老基金决定退出某个业务时，它即使只卖出 1%的资产，这个 1%可能会代表公司股票非常大的一个份额。这样，在一次交易中，就会有价值成百上千万美元的股票易手。这种交易往往是破坏性和非盈利性的。为了避免这种破坏性的交易，机构投资者正在学会长期持有普通股，并和该公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层合作，提高公司经营水平，这或许比简单地卖掉公司股份更有利可图。

关系投资还在不断发展进化。在最极端的形式中，它也会引起公司管理层与投资者的对立，但这已不像八十年代那样严重。那时投资人串通一气，排挤公司管理人员甚至分裂公司。现在，关系投资者更愿意和公司管理人员合作来增强公司的力量。在最温和的情形下，关系投资仅需要有耐心地提供资本和监视公司。这就允许管理人员继续执行其公司政策而不必担心可能出现的解雇和投资者的唠叨不休。这正是巴菲特所采用的投资形式。

巴菲特的目标不是先收购一个公司然后再去寻求一个重大变动。相反，他总是避免这种情况出现。甚至那种为了提高股东收益而与公司管理人员当面冲突的情形都是难以想象的。因为他只购买那些管理者对股东负责的公司。巴菲特通常会将自己股份的投票权授予公司管理人员。虽然有时这种做法能为他在公司董事会谋得顾问之职，但这并不普遍。例如，在通用动力公司和威尔斯·法高公司，巴菲特移交了投票权但并没有进入董事会。

巴菲特甚至在关系投资一词还没有出现、还远未流行起来之前就支持这种观念。当伯克希尔公司购买了一个公司的大宗股权后，巴菲特总是向管理层保证：他们可以自由地做他们的工作而不必有所顾虑。“这种保证，再加上一个优秀的管理者和一个出色的公司，为投资上的丰收提供了沃土。这就是我们的经营之道”。

我们知道长期以来，巴菲特的投资方法一直被证明是成功的。巴菲特的理论并没有超出普通人的理解力，他独一无二的投资方式现在得到越来越多的支持。这里或许你想知道怎样才能运用他的投资方法。答案将在以下“巴菲特方法”中找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特方法

本书的主要目的是帮助投资者理解和应用使巴菲特获得成功的投资方法。我希望通过学习他过去的经验，你能够发展和应用他的方法。或许将来你可以看到巴菲特式投资的实例。在了解了巴菲特在类似情况下的行动后，你能从他的教导中获益良多。

理想情况下，此书会给那些密切注意投资机会的投资者带来最大收益，只要他们能辨认出某种股票是华盛顿邮报公司型，或威尔斯·法高公司型，或可口可乐公司型，或者可能是通用动力公司购买型。通过巴菲特式的思考和行动，投资者将从以下机会中获得巴菲特那样成功的回报：股票市场压低了一个经营良好的公司的股票价格（就像当年股票市场对华盛顿邮报公司所做的那样）；某种特殊风险暂时惩罚了公司（想一想威尔斯·法高公司当时的情形）；一个杰出的大公司由于投资者的冷落而使其价位跌至本身固有价值的一半（如可口可乐公司）；公司管理者的行为陷入了“行业潮流驱使”的涡流（就像通用动力公司的比尔·安得鲁）。

巴菲特方法
步骤一：离开股票市场
步骤二：不为经济情况烦恼
步骤三：买入公司，而非股票
步骤四：管理投资组合

巴菲特方法简单得令人不敢相信。它无需研究计算机程序，不必破译两英尺厚的投资银行手册，没有对公司估价然后以低价购买的精确计算方法。“我们所做一切并没有超出其他任何人的理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力”，巴菲特讲道，“仅仅是不做非常之事来赚取非常收益而已”。

具有讽刺意味的是，巴菲特的成功不仅意味着他拥有卓越的天赋，而且也意味着别人的同等失败。“有一件事帮助了我”，他解释道，“那就是成千上万从商学院毕业的学生证明了那种正规教育对思考没有任何帮助的”。我并不是暗示巴菲特资质平庸，恰恰相反，他无疑是个非凡卓绝的人物。但是，专业投资者自己愿意玩那种巴菲特决不会选择的“输家”的游戏，这就扩大了他们同巴菲特之间的差距。本书的读者也可以在这一点上作出自己的判断。

无论你的财力能买下公司10%的股份还是只能买下100股，“巴菲特方法”都能帮助你获取丰厚的投资回报。然而巴菲特方法只帮助那些愿意自我帮助的投资者。为获得成功，你必须进行独立思考。如果喜欢用股市信息来验证自己投资决定是否正确，那么从“巴菲特方法”中获益的可能性就大大降低了。反之，若你能自己独立思考，运用相关的简单办法，有坚持自己观点的勇气，则获利的机会会大大增加。

每当人们尝试某种新事物时，最初总会有些顾虑。采用一种新的不同的投资方法自然会引起一些不安。在“巴菲特方法”中，第一步是最富于挑战性的。如果你能掌握第一步，以后各步就容易多了。

步骤一：离开股票市场

记住，股票市场是一个躁郁性精神病患者。有时它会因光明前景而狂野，有时它又莫名其妙地低沉。当然，这种无规律的表现创造了盈利的机会，特别是当一个出色的公司股票可以用不可思议的低价买进时。你不会接受一个表现出躁郁性精神病倾向的顾问，同样，你也不应该允许这个疯狂的市场来指导你的投资。股票市场不是你的导师，它的存在仅仅在于帮助你买卖股票。如果你相信股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场比你更聪明，那就把你的钱交给它——去投资指数基金。如果你已经做了充分准备，弄懂了你所投资的公司，并且相信你比股市更了解自己的企业，那么请远离市场。

巴菲特的办公室里没有报告股市行情的机器，而且没有这玩意他似乎也过得相当不错。如果你打算长期持有一个优秀公司的股票，那么股市每天的变化对你来说是无关紧要的。你会惊奇地发现，尽管你没有对股市密切关注，你的财产仍然平安无事。假如你不相信这一点，那就来亲自试一试。试着 48 小时内不去注意股市：不看计算机，不查报纸，不听股市评论。如果两天后，你所投资的公司情况良好，那么试着离开股市三天，接着就可以离开整整一个星期。很快你会确信，即使你不知道股市行情，你的公司仍然运行良好。

“当我们买下一种股票后，我们当然不会因为市场关闭一两年而担忧”。巴菲特谈到，“我们拥有希斯公司或布朗鞋业公司 100%的股份都没有必要根据每日股市行情来检查我们的资产。那么为什么要关注我们仅拥有 7%的股份的可口可乐公司的股市行情呢？”巴菲特非常清楚地告诉我们，他不需要依据股票市场价格来审查贝克夏·哈斯维公司在普通股上的投资。这个原则同样也适用于个人投资者。如果你注意股市时，头脑里的唯一问题只是：“最近有没有人干了点什么傻事，可以让我有机会用一个好价钱买一个好公司的股票？”那么你就已经达到了巴菲特的水平。

步骤二：不为经济情况烦恼

就像人们因为担心股票市场而浪费时间一样，为经济而烦恼同样浪费了人们大量的时间。如果你发现自己正在讨论和争辩下面这些问题：经济正在平衡发展还是有失衡衰退的迹象？利率会提高还是降低？现在是通货膨胀还是通货紧缩？那么，请停止吧！别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烦自己了。巴菲特从来不把时间和精力花在分析宏观经济上，他只有一个先天形成的经济系统内部有关通货膨胀倾向的看法。

投资者经常预先作出对经济情况的推测，然后去选择那些符合这种推断的股票。巴菲特觉得这种想法非常愚蠢。首先，如同没有人可以预测股市走向一样，任何人都没有预测经济趋势的能力。其次，如果选择在特殊经济环境下才会盈利的股票，你不可避免地会引起频繁交易和投机行为。无论你是否正确预测了经济趋势，你的有价证券的价值将继续根据下阶段的经济收益而调整。巴菲特更喜欢买入那种盈利机会不受经济影响的公司的股票。当然，宏观经济因素可能会影响边际回报率，但总的来说，不管经济如何变化无常，巴菲特所投资的公司盈利情况始终是不错的。花时间去寻找和买入能在所有经济环境下盈利的公司，较之"租"下一组股票更为明智，因为后者只有当关于经济的猜测碰巧正确才会有好的收益。

步骤三：买入公司，而非股票

巴菲特准则

商业准则

- 业务简单易懂吗？
- 公司有连贯的经营历史吗？
- 公司有良好的长期发展前景吗？

管理准则

- 管理人员的行为是否理智？
- 管理人员是否坦诚对待股东？
- 管理人员能否抵制"行业潮流驱使"？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务准则

- 关注权益资本回报率，而非每股收益
- 计算“股东收益”
- 寻找利润率高的公司
- 对每一美元留存收益确信至少创造了一美元的市场价值

市场准则

- 公司的价值如何？
- 该公司股票能以明显的内在价值的折扣购入吗？

我们假设你必须做出一个非常重要的决定：明天你会有一个机会来挑选一个公司进行投资。为了增加一点乐趣，让我们同时假设一旦作出决定便不得更改。另外，你不得不持有它十年。最后，该公司所有权所带来的财富将供你退休后使用。现在，你考虑得怎么样了？可能许多问题会浮现在你的脑海中，马上就会引起许多困扰。但如果让巴菲特来选择，他会有条不紊地从如下准则开始：

商业准则：业务简单易懂吗？

除非你了解公司是怎样赚钱的，否则你不可能对其未来做出一个天才的猜测。在投资股票时，人们经常对公司经营一无所知，如公司如何销售产品，哪些地方需要花钱，产品利润情况等等。如果你理解了这些，就能更明智地进行深层次投资。

商业准则：公司有连贯的经营历史吗？

假如你准备把自己家庭的未来押在对某个公司的投资上，你可能需要了解一下公司是否经受住了时间的考验。你决不会把你的未来赌在一个没有经历过不同经济周期和竞争压力的新公司上。你应该确信，你的公司有足够长的经营历史，以便证明它在长期内赚取可观利润的能力。然而，公司可能有一个没有利润的阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段，威尔斯·法高公司和政府雇员保险公司都有过这种阶段，但他们仍然有连贯的经营历史。这种利润中断阶段给你提供了一次机会，让你用异常低的价格来购买一个好公司的股票。

商业准则：公司有良好的长期发展前景吗？

最佳拥有的公司是有最好长期前景的公司，也就是那种特许经营公司。这种公司制造和提供的产品或劳务有很大需求，或者是被广泛渴求的，而且没有直接替代品，公司也没有盈利率的限制。特许经营公司拥有极佳的商誉，这使它能更好地对付通货膨胀的压力。最糟公司是那种没有特殊商品的一般公司。这种公司经营的产品或劳务同竞争者没有区别。它们几乎没有或根本没有经济商誉。它们之间只有价格上的区别。投资于这种一般商品公司状况堪忧，因为有时其竞争者会使用价格武器，以比成本还低的价格出售商品，以期暂时吸引客户，并希望在此以后客户会始终忠诚于自己的产品。如果你同那些不时降价至成本以下的公司竞争，你注定在劫难逃。

大多数公司的性质介于两者之间：他们或是弱小的特许经营公司或是强大的一般商品公司。前者比后者有更有利的长期发展前景。一个小的特许经营公司甚至也仍有一些定价力量，这能使它赚取超过平均水平的投资回报。在美国，可口可乐公司应视为一般的特许经营公司。但在国际市场上，特别在那些没有直接替代品的市场上，可口可乐公司则是一个强大的特许经营公司。吉列公司的情况也是这样。

相反，强大的一般商品公司要得到超出平均水平的收益率就必须有最低价格的供应商。政府雇员保险公司，弗雷迪马克公司和威尔斯·法高公司即是处于这样一种一般商品市场中，他们能得到超出平均水平的收益率是因为他们始终有低价原料供应商。拥有特许经营公司的好处之一是：即使管理人员不能胜任，公司仍能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营下去。但在一个一般商品公司，这却是致命的。

管理准则：管理人员的行为是否理智？

既然你不必去观察股市或经济情况，那么就关心一下你所投资的公司的现金运用状态吧。管理者如何运用赚来的钱进行再投资将决定你是否会在你的投资上获得足够的回报。如果你的公司正如你所期望的那样，赚来了比维持经营的支出还多的现金，则请密切注视公司管理层的动向：一个理智的经理会将余钱投在那些盈利率高于资本成本的项目上。如果项目不满足这种要求，理智型的公司经理将会把这些钱返还给股东，如提高股息、回购股票。而那些不理智的经理们通常会寻求花掉余钱的方法，他们不愿把钱交给股东们。如果他们的投资收益低于了资本成本，事实终有一天会被曝光。

管理准则：管理人员是否坦诚地对待股东？

你能够说出公司的许多情况，尽管你可能永远没有机会坐在主要行政管理人员中间并和他们面谈，但他们却向股东们发布信息。你的公司经理会向你报告公司进展情况吗？他是否使用了一种能让你明白各个部门运作情况的方式？更重要的是，管理人员是否直接公开宣布：公司的主要目标是使股东的投资回报最大化。

管理准则：管理人员能否抵制“行业潮流驱使”

有一个看不见的强大力量驱使管理人员无理智地行动，而忽视公司股东的权益。这种力量就是“行业潮流驱使”——毫无头脑、旅鼠般地轮番模仿其他管理者，而不管他们的行为是如何的不合情理。如果管理者用“如果别的公司这样做，那就一定正确。”的逻辑推理来判断自己的行为，那你就得小心。管理者称职与否的标准之一就是他们能在何种程度上独立思考并克服从众心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务准则：关注权益资本回报率，而非每股收益

大多数投资者用每股收益来评价公司的年度经营情况，他们总是注意这个指标是否又创下了新纪录或比去年有很大的提高。但因为公司不断地通过保留部分上年收益来增加资本总额，所以利润的提高（同时意味着每股收益的相应提高）实在没有什么意义。当公司高声宣布："每股收益创下新纪录"，投资者就被误导，相信管理者年复一年地做出了卓越的成绩。更真实的衡量年度情况的标准是权益资本回报率——经营成果对股东权益的比率，因为这个指标考虑到了不断追加的资本。

财务准则：计算"股东收益"

公司创造现金的能力决定了公司价值。巴菲特总是在寻找那些现金收益多于现金需求的公司，这些公司不同于那些耗费现金的公司。但当估计一个公司的内在价值时，要明白非常重要的一点：不是所有的收入都是同样地赚来的。在公司长期运转中，部分利润必须指定用于维护、更新和升级固定资产。固定资产较之利润显得庞大的公司需要从留有收益里拿出一大块来维持经营；相反，固定资产对利润比率低的公司这种费用就少。这样，会计收益必须进行调整以反映公司真实的获取现金的能力。对此，巴菲特提出了"股东收益"的概念，这个概念更精确更明白地描述了这一点。净收入加上折旧、摊销、递延费用，然后减去维持公司经济地位和生产规模所需的资本费用就得到了"股东收益"。

财务准则：寻找利润率高的公司

高利润率不仅仅反映了公司的强大，而且反映了管理层对成本控制毫不放松。巴菲特喜欢那些有成本意识的管理者，憎恶那些放任成本逐步上升的管理者。股东间接拥有公司的利润。每胡乱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花掉的每一美元都来自公司股东每一美元的利润。巴菲特发现，典型的高经营成本公司总是想法维持或增加其成本，而那些成本低于平均水平的公司则总能不断削减开支。

财务准则：对每一美元留存收益确信至少创造了一美元的市场价值

下面是一个对财务状况的快速测验，它不仅能告诉你公司的强弱，还能说明管理人员在合理配置公司资源上做得怎样。从公司净收益中减去所有分给股东的红利，剩下的是公司的留存收益。现在将十年内公司的留存收益相加，下一步算一算公司市场现价与十年前的市场价格的差额。如果公司十年内没有富于成效地使用留存收益，市场会撇下这个公司，其股票价格也会处在低位。如果十年前后市场价格差额少于其间留存收益总额，那么公司肯定在走下坡路。反之，如果公司能够在留存收益上赚得超出平均水平的利润率，那么市场价格的差额将大于公司留存收益之和，这就叫做对每一美元的留存收益创造了超过 1 美元的市场价值。

市场准则：公司的价值如何？

公司的价值等于由预计在公司整个生命周期中发生并按合适的贴现率来贴现的现金流量贴现值。一个公司的现金流量是其股东收益。通过计算在一个长时期内的股东收益，就能明白公司是以某个平均速度平稳发展，还是仅仅在一个不变的价值上冒泡似的起起落落。

如果公司收益是冒泡型的，你应该将这些收益用长期利率来贴现。如果股东收益贴近某种可预测的增长模型，贴现率应依据模型的增长率进行调整。不要对公司未来增长速度过分乐观。最好对公司未来增长采用一个保守的估计，而不要让热情冲昏头脑，从而导致夸大公司内在价值。巴菲特采用美国 30 年期政府债券利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来对预计现金流量进行贴现。他没有在这个利率上追加风险收益补偿，但当利率下降时，他会谨慎地提高贴现率。

市场准则：该公司能以明显低于其内在价值的折扣价购入吗？

一旦你估定了公司的价值，下一步就是考察该公司股票市场价格。巴菲特的规则是：仅当其市场价位低于公司内在价值时才买入该公司股票。注意：巴菲特只在这最后一步才注意股市价格。

计算公司内在价值在数学上并不复杂。但如果分析者错误估计了公司未来的现金流量就会产生一些问题。对此巴菲特有两个解决办法。第一种，他通过坚持选择那些业务简单、情况稳定的公司，从而提高正确预测未来现金流量的可能性。第二种办法是坚持对所购买的股票保持购入价和其本身价值之间的安全价差。这个安全差价能在公司未来现金流量发生改变时建立一个缓冲垫，保护他（和你）的利益。

步骤四：管理投资组合

现在你是一个公司股东而不是一个证券租赁者。你所拥有的证券组合会不断变化。因为你不再只用价格变化或比较年度价格变化对普通股基准的比率来衡量自己的成功，你有选择投资于最佳公司的自由。没有什么规定说你的投资组合必须包括每个重要行业，也没有法则说你的投资组合必须有 20、30、40 或者 50 种股票来达到充分的分散化。如果公司会因下属 10 种不同业务而满足，为什么到了普通股股东那里情况就应该有所不同呢？

巴菲特相信，只有当投资者不清楚自己正在做什么的时候才需要广泛的分散投资。这些“一无所知”的投资者如想拥有普通股，他们应大量选择各种证券并且分阶段投资。换句话来说，他们应使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用指数基金和货币成本均摊购买法。成为“指数投资者”并不是一种耻辱。巴菲特指出，实际上指数投资者会比绝大部分专业投资者干得更好。“这很难理解”，他解释说，“当‘哑巴’货币认识到自身的局限性后，它不会继续沉默下去。”

“另一方面”，巴菲特谈道，“如果你是一个知情的投资者，能够从经济意义上去理解公司，并找出了五至十个具有价格敏感性的公司，并且这些公司有重要的长期竞争优势，那么，传统的分散投资对你来说没有任何意义”。巴菲特请你思考一下：如果你拥有一个最出色的公司意味着最低财务风险和最佳长期发展前景，为什么你还将你的现金投入你喜欢程度排在第 20 位的公司，而不去追加对最佳选择的投资呢？

投资者可以像巴菲特那样去做：计算“通观”收益来衡量投资组合在业绩上的进展。将每股收益乘以你所拥有的股份数，得到了总盈利中属于你的部分。巴菲特解释说，公司投资者的目标是构造一个公司证券组合，这个证券组合将在十年内产出高比率的通观利润。

现在，在你的有价证券中，通观利润的增长代替价格变化成为最优先级的事项。因此，许多事情开始发生变化。首先，仅仅因为暂时的利润而卖掉自己最好公司的可能性降低了。当公司管理者注重于公司经营业绩时，他们无疑懂得不应卖掉自己最好的业务。巴菲特解释道，“一个母公司如果拥有一家有灿烂前程的子公司，无论出多高的价钱，他也决不会轻易出卖这家子公司的”。一个想增加自己公司内在价值的公司首脑不会卖掉公司“皇冠上的明珠”。但是可笑的是，这位公司首脑可能会在冲动之下卖掉他资财中的股票，而且没有比“赚点儿小钱决不会让我破产”更合理的理由。“在我们看来”，巴菲特解释道，“对经营公司有意义的事情对股票也有意义。持有一个杰出公司 100%股份的股东会牢牢掌握他的股权，持有这类公司小部分股份的普通投资者也同样应该这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做”。

现在你在管理一组公司的证券了，你不仅要小心避免卖掉你最好的公司，同时要更加小心地挑选新公司进行投资。作为公司有价证券组合的管理者，你必须抵制住诱惑，不要仅仅因为手中有余钱就购买一个不赚钱的公司。如果公司通不过你的上述准则的检验，就不要购买它，潜居抱道，时至而动，耐心地等待正确的时机。那种认为不进行买卖就没有进展的观点是不正确的。即使有巴菲特这样的头脑，一生中要做出成百上千个正确决定也是非常困难的。所以，巴菲特宁愿保持他的有价证券，这样他只需做出少数几个明智的决定就足够了。

巴菲特投资策略的精髓

巴菲特投资方法的驱动力来自资本的合理配置。如何运用公司收益是管理者需要做出的最重要的决定；而如何运用个人积蓄则是投资者需要做出的最重准则定。理性——在决策过程中显露出的推理能力——是巴菲特最欣赏的品质。尽管金融市场变化无常，行为怪诞，但在这背后仍普遍存在一种因果关系。巴菲特的成功就在于不断摸索这种内在理性，而且从不偏离正确方法。

巴菲特也曾有过股票投资失败的经历，而且毫无疑问在未来岁月里还会有失败。成功并不等同于绝不犯错。更准确地说，成功是正确行动比错误行动多的必然结果。“巴菲特方法”并不困难，它作为一种投资方法，减少了那些又多又繁又易出错的事情（如预测市场、经济及股价趋势），而且帮助你弄清那些少而简单的事项（例如，对公司估价）。巴菲特购买股票时，只注意两个简单的数字：公司市场价格和实际内在价值。公司价格可以通过股市行情找到，弄清公司内在价值需要一些计算，但不会超出那些认真做准备工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者的能力范围。

因为你不再为预测股票市场、经济及股价趋势而自寻烦恼，所以现在可以自由地花更多时间去理解公司。你可以阅读年度报告、关于公司及工业的分析文章等，花在这上面的时间会有效地扩展你作为公司股东的知识面。事实上，对调查了解公司的自觉程度减少了你对其他人的依赖度，而这些人正是以指导人们毫无理性地进行投资为生的。

最后，最好的投资主意来源于你充分的准备工作。然而你不必害怕这些工作。巴菲特方法没有超越大部分严肃投资者的理解范围。你不必在公司估价方面拥有MBA（工商管理硕士）的水平就能成功地运用它。当然，如果你不愿意自己使用这些准则，你可以向你的财务顾问请教这些相同的问题。事实上，当你在价格和公司估价上越深入地进行探讨，你就越能理解和赞赏巴菲特方法。

巴菲特一生中尝试过各种不同的投资前期工作。年轻时他甚至试过编制股票图表，他曾经和本世纪最杰出的投资巨头们一起工作，例如格雷厄姆，合伙人查理·门格。在过去四十年中，巴菲特经历过两位数的银行利率、高通货膨胀和股市崩溃。经过这些风雨的锤炼，他找到了他最合适的位置——投资方法和个性共存。在这一点上，所有的事物都豁然开朗。巴菲特认为，“我们（对投资）的态度和我们的个性及我们所渴望的生活方式是互相适应的”。

在巴菲特待人处事的态度中很容易找到这种和谐。他总是积极向上，乐于助人。每一天的工作都令他兴奋不已。他说，“这里有我在生活中想要的所有东西，我爱我的每一天。我的意思是，我在这里跳着踢踏舞，而周围是那些我所喜爱的人。世界上再没有比经营贝克夏·哈斯维公司更有趣的工作了。我非常幸运，我呆在我该呆的地方。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　　录

贝克夏·哈斯维公司的投资组合及若干公司股票内在价值估算过程及结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.1 贝克夏・哈斯维公司 1977 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
934,300	华盛顿邮报公司	$ 10,628	$ 33,401	18.4	周期性消费	出版
1,969,953	GEICO 可转换特别股	19,417	33,033	18.2	金融	保险
592,650	联众集团	4,531	17,187	9.5	周期性消费	广告
220,000	大都会传播股份有限公司	10,909	13,228	7.3	周期性消费	广播
1,294,308	GEICO 普通股	4,116	10,516	5.8	金融	保险
324,580	凯塞铝业化学公司	11,218	9,981	5.5	基础材料	冶金和采矿
226,900	骑士报	7,534	8,736	4.8	周期性消费	出版
170,800	奥美国际公司	2,762	6,960	3.8	周期性消费	广告
1,305,800	凯塞工业公司	778	6,039	3.3	基础材料	冶金和采矿
	合计	$ 71,893	$ 139,081	76.8		
	其他普通股	34,996	41,992	23.2		
	普通股合计	$ 106,889	$ 181,073	100.0		

资料来源：贝克夏・哈斯维公司 1977 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.2 贝克夏·哈斯维公司 1978 年的普通股投资组合

股份数	公　司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行　业	业　务
934,000	华盛顿邮报公司	$10,628	$43,445	19.7	周期性消费	出版
1,986,953	GEICO 可转换特别股	19,417	28,314	12.8	金融	保险
953,750	SAFECO 公司	23,867	26,467	12.0	金融	保险
592,650	联众集团	4,531	19,039	8.6	周期性消费	广告
1,066,934	凯塞铝业化学公司	18,085	18,671	8.5	基础材料	冶金和采矿
453,800	骑士报	7,534	10,267	4.6	周期性消费	出版
1,294,308	GEICO 普通股	4,116	9,060	4.1	金融	保险
246,450	美国广播公司	6,082	8,626	3.9	周期性消费	广播
	合计	$94,260	$163,889	74.2		
	其他普通股	39,506	57,040	25.8		
	普通股合计	$133,766	$220,929	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1978 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.3 贝克夏·哈斯维公司 1979 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
5,730,114	GEICO 普通股	$ 28,288	$ 68,045	20.3	金融	保险
1,868,000	华盛顿邮报公司	10,628	39,241	11.7	周期性消费	出版
1,007,500	哈迪哈曼公司	21,825	38,537	11.5	基础材料	冶金和采矿
953,750	SAFECO 公司	23,867	35,527	10.6	金融	保险
711,180	联众集团	4,531	23,736	7.1	周期性消费	广告
1,211,834	凯塞铝业化学公司	20,629	23,328	7.0	基础材料	冶金和采矿
771,900	沃尔沃斯公司	15,515	19,394	5.8	周期性消费	零售
328,700	通用食品	11,437	11,053	3.3	日常消费品	食品
246,450	美国广播公司	6,082	9,673	2.9	周期性消费	广播
289,700	联合出版	2,821	8,800	2.6	周期性消费	出版
391,400	奥美国际公司	3,709	7,828	2.3	周期性消费	广告
282,500	大众媒体公司	4,545	7,345	2.2	周期性消费	出版
112,545	阿梅拉克拉·赫斯	2,861	5,487	1.6	能源	石油
	合计	$ 156,738	$ 297,994	89.0		
	其他普通股	28,675	36,686	11.0		
	普通股合计	$ 185,413	$ 334,680	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1979 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.4　贝克夏·哈斯维公司 1980 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
7,200,000	GEICO	$ 47,138	$ 105,300	19.9	金融	保险
1,983,812	通用食品	62,507	59,889	11.3	日常消费品	食品
2,015,000	哈迪哈曼公司	21,825	58,435	11.0	基础材料	冶金和采矿
1,250,525	SAFECO 公司	32,062	45,177	8.5	金融	保险
1,868,600	华盛顿邮报公司	10,628	42,277	8.0	周期性消费	出版
464,317	美国铝业公司	25,577	27,685	5.2	基础材料	冶金和采矿
1,211,834	凯塞铝业化学公司	20,629	27,569	5.2	基础材料	冶金和采矿
711,180	联众集团	4,531	22,135	4.2	周期性消费	广告
667,124	沃尔沃斯公司	13,583	16,511	3.1	周期性消费	零售
370,088	平克顿公司	12,144	16,489	3.1	运输/服务	专业服务
475,217	克里夫兰-克里夫钢铁公司	12,942	15,894	3.0	基础材料	冶金和采矿
434,550	联合出版	2,821	12,222	2.3	周期性消费	出版
245,700	雷诺烟草公司	8,702	11,228	2.1	日常消费品	烟草
391,400	奥美国际公司	3,709	9,981	1.9	周期性消费	广告
282,500	大众媒体公司	4,545	8,334	1.6	周期性消费	出版
247,039	底特律全国银行	5,930	6,299	1.2	金融	银行业
151,104	时代镜报公司	4,447	6,271	1.2	周期性消费	出版
881,500	全国学生贷款公司	5,128	5,895	1.1	金融	金融服务
	合计	$ 298,848	$ 497,591	93.9		
	其他普通股	26,313	32,096	6.1		
	普通股合计	$ 325,161	$ 529,687	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1980 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.5　贝克夏·哈斯维公司 1981 年的普通股投资组合

股份数	公　　司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行　业	业　务
7,200,000	GEICO	$ 47,138	$ 199,800	31.3	金融	保险
1,764,824	雷诺烟草公司	76,668	83,127	13.0	日常消费品	烟草
2,101,244	通用食品	66,277	66,714	10.4	日常消费品	食品
1,868,600	华盛顿邮报公司	10,628	58,160	9.1	周期性消费	出版
2,015,000	哈迪哈曼公司	21,825	36,270	5.7	基础材料	冶金和采矿
785,225	SAFECO 公司	21,329	31,016	4.9	金融	保险
711,180	联众集团	4,531	23,202	3.6	周期性消费	广告
370,088	平克顿公司	12,144	19,675	3.1	运输/服务	专业服务
703,634	美国铝业公司	19,359	18,031	2.8	基础材料	冶金和采矿
420,441	阿卡他公司	14,076	15,136	2.4	基础材料	造纸
475,217	克里夫兰-克里夫钢铁公司	12,942	14,362	2.2	基础材料	冶金和采矿
451,650	联合出版	3,297	14,114	2.2	周期性消费	出版
441,522	GATX 公司	17,147	13,466	2.1	生产资料	机械
391,400	奥美国际公司	3,709	12,329	1.9	周期性消费	广告
282,500	大众媒体公司	4,545	11,088	1.7	周期性消费	出版
	合计	$ 335,615	$ 616,490	96.4		
	其他普通股	16,131	22,739	3.6		
	普通股合计	$ 351,746	$ 639,229	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1981 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.6 贝克夏·哈斯维公司 1982 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
7,200,000	GEICO	$ 47,138	$ 309,600	32.7	金融	保险
3,107,675	雷诺烟草公司	142,343	158,715	16.8	日常消费品	烟草
1,868,600	华盛顿邮报公司	10,628	103,240	10.9	周期性消费	出版
2,101,244	通用食品	66,277	83,680	8.8	日常消费品	食品
1,531,391	时代公司	45,273	79,824	8.4	周期性消费	出版
908,800	克郎佛斯特公司	47,144	48,962	5.2	金融	保险
2,379,200	哈迪哈曼公司	27,318	46,692	4.9	基础材料	冶金和采矿
711,180	联众集团	4,531	34,314	3.6	周期性消费	广告
460,650	联合出版	3,516	16,929	1.8	周期性消费	出版
391,400	奥美国际公司	3,709	17,319	1.8	周期性消费	广告
282,500	大众媒体公司	4,545	12,289	1.3	周期性消费	出版
	合计	$ 402,422	$ 911,564	96.4		
	其他普通股	21,611	34,058	3.6		
	普通股合计	$ 424,033	$ 945,622	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1982 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.7 贝克夏·哈斯维公司 1983 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
6,850,000	GEICO	$47,138	$398,156	31.1	金融	保险
5,618,661	雷诺烟草公司	268,918	314,334	24.6	日常消费品	烟草
4,451,544	通用食品	163,786	228,698	17.9	日常消费品	食品
1,868,600	华盛顿邮报公司	10,628	136,875	10.7	周期性消费	出版
901,788	时代公司	27,732	56,860	4.4	周期性消费	出版
2,379,200	哈迪哈曼公司	27,318	42,231	3.3	基础材料	冶金和采矿
636,310	联众集团	4,056	33,088	2.6	周期性消费	广告
690,975	联合出版	3,516	26,603	2.1	周期性消费	出版
250,400	奥美国际公司	2,580	12,833	1.0	周期性消费	广告
197,200	大众媒体公司	3,191	11,191	0.9	周期性消费	出版
	合计	$558,863	$1,260,869	98.6		
	其他普通股	7,485	18,044	1.4		
	普通股合计	$566,348	$1,278,913	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1983 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.8 贝克夏·哈斯维公司 1984 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
6,850,000	GEICO	$45,713	$397,300	31.3	金融	保险
4,047,191	通用食品	149,870	226,137	17.8	日常消费品	食品
3,895,710	埃克森公司	173,401	175,307	13.8	能源	石油
1,868,600	华盛顿邮报公司	10,628	149,955	11.8	周期性消费	出版
2,553,488	时代公司	89,237	109,162	8.6	周期性消费	出版
740,400	美国广播公司	44,416	46,738	3.7	周期性消费	广播
2,379,200	哈迪哈曼公司	27,318	38,662	3.0	基础材料	冶金和采矿
690,975	联合出版	3,516	32,908	2.6	周期性消费	出版
818,872	联众集团	2,570	28,149	2.2	周期性消费	广告
555,949	西北工业	26,581	27,242	2.1	其他	多种经营
	合计	$573,340	$1,231,560	97.1		
	其他普通股	11,634	37,326	2.9		
	普通股合计	$584,974	$1,268,886	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1984 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.9　贝克夏·哈斯维公司 1985 年的普通股投资组合

股份数	公　司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行　业	业　务
6,850,000	GEICO	$ 45,713	$ 595,950	49.7	金融	保险
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	205,172	17.1	周期性消费	出版
900,800	美国广播公司	54,435	108,997	9.1	周期性消费	广播
2,350,922	比阿特丽斯公司	106,811	108,142	9.0	日常消费品	食品
1,036,461	联合出版	3,516	55,710	4.6	周期性消费	出版
847,788	时代公司	20,385	52,669	4.4	周期性消费	出版
2,379,200	哈迪哈曼公司	27,318	43,718	3.6	基础材料	冶金和采矿
	合计	$ 267,909	$ 1,170,358	97.7		
	其他普通股	7,201	27,963	2.3		
	普通股合计	$ 275,110	$ 1,198,321	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1985 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.10 贝克夏·哈斯维公司 1986 年的普通股投资组合

股份数	公　　司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行　业	业　务
2,990,000	大都会/美国广播公司	$515,775	$801,694	42.8	周期性消费	广播
6,850,000	GEICO	45,713	674,725	36.0	金融	保险
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	269,531	14.4	周期性消费	出版
2,379,200	哈迪哈曼公司	27,318	46,989	2.5	基础材料	冶金和采矿
489,300	里尔西格莱尔	44,064	44,587	2.4	生产资料	航空业
	合计	$642,601	$1,837,526	98.1		
	其他普通股	12,763	36,507	1.9		
	普通股合计	$655,364	$1,874,033	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1986 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.11　贝克夏·哈斯维公司 1987 年的普通股投资组合

股份数	公　司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行　业	业　务
3,000,000	大都会/美国广播公司	$517,500	$1,035,000	48.9	周期性消费	广播
6,850,000	GEICO	45,713	756,925	35.8	金融	保险
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	323,092	15.3	周期性消费	出版
	普通股合计	$572,944	$2,115,017	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1987 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.12 贝克夏·哈斯维公司 1988 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
3,000,000	大都会/美国广播公司	$ 517,500	$ 1,086,750	35.6	周期性消费	广播
6,850,000	GEICO	45,713	849,400	27.8	金融	保险
14,172,500	可口可乐	592,540	632,448	20.7	日常消费品	饮料
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	364,126	11.9	周期性消费	出版
2,400,000	联邦家庭贷款抵押公司	71,729	121,200	4.0	金融	金融服务
	普通股合计	$ 1,165,484	$ 3,053,924	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1988 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A. 13 贝克夏·哈斯维公司 1989 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
23,350,000	可口可乐	$ 1,023,920	$ 1,803,787	34.8	日常消费品	饮料
3,000,000	大都会/美国广播公司	517,500	1,692,375	32.6	周期性消费	广播
6,850,000	GEICO	45,713	1,044,625	20.1	金融	保险
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	486,366	9.4	周期性消费	出版
2,400,000	联邦家庭贷款抵押公司	71,729	161,100	3.1	金融	金融服务
	普通股合计	$ 1,668,593	$ 5,188,253	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1989 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.14 贝克夏·哈斯维公司 1990 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
46,700,000	可口可乐	$1,023,920	$2,171,550	40.2	日常消费品	饮料
3,000,000	大都会/美国广播公司	517,500	1,377,375	25.5	周期性消费	广播
6,850,000	GEICO	45,713	1,110,556	20.5	金融	保险
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	342,097	6.3	周期性消费	出版
5,000,000	威尔斯法高	289,431	289,375	5.4	金融	银行
2,400,000	联邦家庭贷款抵押公司	71,729	117,000	2.2	金融	金融服务
	普通股合计	$1,958,024	$5,407,953	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1990 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.15 贝克夏·哈斯维公司 1991 年的普通股投资组合

股份数	公　　司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行　业	业　务
46,700,000	可口可乐	$1,023,920	$3,747,675	41.5	日常消费品	饮料
6,850,000	GEICO	45,713	1,363,150	15.1	金融	保险
24,000,000	吉列公司	600,000	1,347,000	14.9	日常消费品	盥洗用品
3,000,000	大都会/美国广播公司	517,500	1,300,500	14.4	周期性消费	广播
2,495,200	联邦家庭贷款抵押公司	77,245	343,090	3.8	金融	金融服务
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	336,050	3.7	周期性消费	出版
31,247,000	吉尼斯公司	264,782	296,755	3.3	日常消费品	饮料
5,000,000	威尔斯法高	289,431	290,000	3.2	金融	银行
	普通股合计	$2,828,322	$9,024,220	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1991 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.16 贝克夏·哈斯维公司 1992 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
93,400,000	可口可乐	$1,023,920	$3,911,125	34.2	日常消费品	饮料
34,250,000	GEICO	45,713	2,226,250	19.5	金融	保险
3,000,000	大都会/美国广播公司	517,500	1,523,500	13.3	周期性消费	广播
24,000,000	吉列公司	600,000	1,365,000	11.9	日常消费品	盥洗用品
16,196,700	联邦家庭贷款抵押公司	414,527	783,515	6.8	金融	金融服务
6,358,418	威尔斯法高	380,983	485,624	4.2	金融	银行
4,350,000	通用动力	312,438	450,769	3.9	生产资料	航空业
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	396,954	3.5	周期性消费	出版
38,335,000	吉尼斯公司	333,019	299,581	2.6	日常消费品	饮料
	普通股合计	$3,637,831	$11,442,318	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1992 年年报

注：金额单位为千美元

表 A.17　贝克夏·哈斯维公司 1993 年的普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
93,400,000	可口可乐	$1,023,920	$4,167,975	37.0	日常消费品	饮料
34,250,000	GEICO	45,713	1,759,594	15.6	金融	保险
24,000,000	吉列公司	600,000	1,431,000	12.7	日常消费品	盥洗用品
2,000,000	大都会/美国广播公司	345,000	1,239,000	11.0	周期性消费	广播
6,791,218	威尔斯法高	423,680	878,614	7.8	金融	银行
13,654,600	联邦家庭贷款抵押公司	307,505	681,023	6.0	金融	金融服务
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	440,148	3.9	周期性消费	出版
4,350,000	通用动力	94,938	401,287	3.6	生产资料	航空业
38,335,000	吉尼斯公司	333,019	270,822	2.4	日常消费品	饮料
	普通股合计	$3,183,506	$11,269,463	100.0		

资料来源：贝克夏·哈斯维公司 1993 年年报

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.18 贝克夏·哈斯维公司 1994 年普通股投资组合

股份数	公司	购买成本	市场价值	占证券组合中百分比	行业	业务
93,400,000	可口可乐	$1,023,920	$5,150,000	36.9	日常消费品	饮料
24,000,000	吉列公司	600,000	1,797,000	12.9	日常消费品	盥洗用品
20,000,000	大都会/美国广播公司	345,000	1,705,000	12.2	周期性消费	广播
34,250,000	GEICO	45,713	1,678,250	12.0	金融	保险
6,791,218	威尔斯法高	423,680	984,272	7.0	金融	银行
27,759,941	美国运通	723,919	818,918	5.9	金融	金融服务
13,654,600	联邦家庭贷款抵押公司	270,468	644,441	4.6	金融	金融服务
1,727,765	华盛顿邮报公司	9,731	418,983	3.0	周期性消费	出版
19,453,300	匹兹堡国民银行企业	503,046	410,951	2.9	金融	银行
6,854,500	甘尼特公司	335,216	365,002	2.6	周期性消费	出版
	普通股合计	$4,280,693	$13,972,817	100.0		

资料来源：贝克·哈斯维公司 1994 年年报告

注：金额单位为千美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.19 保险费用比率（公司经营成本占保险费的百分比）

	GEICO	Chubb	Continental	General Re	SAFECO	St. Paul	USF&G	同业平均
1983	16.4	35.1	32.6	31.6	33.0	31.8	32.2	32.7
1984	15.6	34.9	32.1	31.2	31.9	30.9	31.4	32.1
1985	15.0	34.5	29.6	26.0	30.6	28.5	30.0	29.9
1986	14.7	28.4	28.6	23.7	30.0	27.9	29.1	27.9
1987	15.5	31.0	29.4	25.5	30.2	28.9	30.1	29.2
1988	18.6	33.7	31.9	29.1	28.8	30.0	31.1	30.8
1989	16.3	34.7	34.1	24.9	13.7	30.5	31.0	28.2
1990	15.2	34.4	33.7	31.2	28.8	30.0	29.9	31.3
1991	16.8	34.1	35.2	29.7	29.5	26.9	33.1	31.4
1992	15.3	34.4	32.7	29.6	28.2	32.2	34.9	32.0
平均	15.9	33.5	32.0	28.2	28.5	29.8	31.3	30.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A. 20 保险业联合比率:保费损失与管理费百分比

	政府雇员保险公司	保险业平均	政府雇员保险公司与保险业平均水平的差额
1977	99.1	97.2	−1.9
1978	95.9	97.5	1.6
1979	96.3	100.6	4.3
1980	96.4	103.1	6.7
1981	96.2	106.0	9.8
1982	95.3	109.6	14.3
1983	95.5	112.0	16.5
1984	95.0	118.0	23.0
1985	102.9	116.0	13.1
1986	96.9	108.0	11.1
1987	96.7	104.6	7.9
1988	97.8	105.4	7.6
1989	97.4	109.2	11.8
1990	96.4	109.6	13.2
1991	96.4	108.8	12.4
1992	100.1	114.8	14.7
平均	97.1	107.5	10.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A. 21 可口可乐公司股票内在价值估算过程及结果

(第一阶段为 10 年)

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	$ 828	$ 952	$ 1,095	$ 1,259	$ 1,448	$ 1,665	$ 1,915	$ 2,202	$ 2,532	$ 2,912
年增长率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
股东收益	$ 952	$ 1,095	$ 1,259	$ 1,448	$ 1,665	$ 1,915	$ 2,202	$ 2,532	$ 2,912	$ 3,349
贴现因子	0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.5963	0.5470	0.5019	0.4604	0.4224
每年的股东收益贴现值	$ 873	$ 922	$ 972	$ 1,026	$ 1,082	$ 1,142	$ 1,204	$ 1,271	$ 1,341	$ 1,415
股东收益贴现值总和					$ 11,248					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			$ 3,349							
第 10 年后的股东收益年增长率			5%							
第 11 年的股东收益			$ 3,516							
资本化率(k-g)			4%							
贴现到第 10 年底的价值			$ 87,900							
第 10 年底的贴现因子			0.4224							
10 年以后的股东收益现值					37,129					
公司股票的内在价值					$ 48,377					

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 15%，第二阶段期限为第 11 年—∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 k =9%，金额单位为百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.22　吉列公司

	年销售额	年收入	折旧	资本支出	所有者收益
1981	$2,334	$124.3	$76.7	$116.1	$84.9
1982	2,239	135.1	77.5	90.5	122.1
1983	2,183	145.9	78.2	90.1	134.0
1984	2,288	159.3	76.0	155.3	80.0
1985	2,400	159.9	77.7	158.1	79.5
1986	2,818	15.8	97.3	229.7	−116.6
1987	3,166	229.9	114.1	168.0	176.0
1988	3,581	268.5	127.4	189.0	206.9
1989	3,818	284.7	134.6	222.6	196.7
1990	4,344	367.9	162.1	255.2	274.8
1991	4,683	427.4	172.4	286.0	313.8
1992	5,162	513.4	188.0	321.4	380.0
按复利计算的年增长率					
1981～1985	0.6%	5.2%	0.3%	6.4%	1.3%
1987～1990	11.1%	17.0%	12.4%	15.0%	16.0%
1987～1992	10.3%	17.4%	10.5%	13.9%	16.6%

注：金额单位为百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A. 23　吉列公司股票内在价值估算过程及结果

（第一阶段为 10 年）

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	$ 275	$ 316	$ 363	$ 417	$ 480	$ 552	$ 635	$ 730	$ 840	$ 966
年增长率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
股东收益	$ 316	$ 363	$ 417	$ 480	$ 552	$ 635	$ 730	$ 840	$ 966	$ 1,111
贴现因子	0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.5963	0.5470	0.5019	0.4604	0.4224
每年的股东收益贴现值	$ 290	$ 306	$ 322	$ 340	$ 359	$ 379	$ 399	$ 422	$ 445	$ 469
股东收益贴现值总和					$ 3,731					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			$ 1,111							
第 10 年后的股东收益年增长率			5%							
第 11 年的股东收益			$ 1,167							
资本化率 (*k*-*g*)			4%							
贴现到第 10 年的价值			$ 29,175							
第 10 年的贴现因子			0.4224							
10 年以后的股东收益现值					$ 12,324					
公司股票的内在价值					$ 16,055					

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 15%，第二阶段期限为第 11 年—∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 $k=9\%$，金额单位为百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A. 24 联邦住房抵押贷款公司股票内在价值估算过程及结果

（第一阶段为 10 年）

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	$ 555	$ 638	$ 734	$ 844	$ 971	$ 1,117	$ 1,285	$ 1,478	$ 1,700	$ 1,955
年增长率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
股东收益	$ 638	$ 734	$ 844	$ 971	$ 1,117	$ 1,285	$ 1,478	$ 1,700	$ 1,955	$ 2,248
贴现因子	0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.5963	0.5470	0.5019	0.4604	0.4224
每年的股东收益贴现值	$ 585	$ 618	$ 652	$ 688	$ 726	$ 766	$ 808	$ 853	$ 900	$ 950
股东收益贴现值总和					$ 7,546					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			$ 2,248							
第 10 年后的股东收益年增长率			5%							
第 11 年的股东收益			$ 2,360							
资本化率（k-g）			4%							
贴现到第 10 年的价值			$ 59,000							
第 10 年的贴现因子			0.4224							
10 年以后的股东收益现值					$ 24,922					
公司股票的内在价值					$ 32,468					

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 15%，第二阶段期限为第 11 年－∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 $k=9\%$，金额单位为百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A. 25　吉尼斯公司股票内在价值估算过程及结果

（第一阶段为 10 年）

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	£534	£587	£646	£711	£782	£860	£946	£1,041	£1,145	£1,260
年增长率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
股东收益	£587	£646	£711	£782	£860	£946	£1,041	£1,145	£1,260	£1,386
贴现因子	0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.5963	0.5470	0.5019	0.4604	0.4224
每年的股东收益贴现值	£539	£544	£549	£554	£559	£564	£569	£575	£580	£585
股东收益贴现值总和					£5,618					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			£1,386							
第 10 年后的股东收益年增长率			5%							
第 11 年的股东收益			£1,455							
资本化率（k-g）			4%							
贴现到第 10 年的价值			£36,375							
第 10 年的贴现因子			0.4224							
10 年以后的股东收益现值					£15,365					
公司股票的内在价值					£20,983					

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 10%，第二阶段期限为第 11 年－∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 $k=9\%$，金额单位为百万英镑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.26 甘尼特公司股票内在价值估算过程及结果

（第一阶段为 10 年）

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	$ 474	$ 531	$ 595	$ 666	$ 746	$ 836	$ 936	$ 1,048	$ 1,174	$ 1,315
年增长率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
股东收益	$ 531	$ 595	$ 666	$ 746	$ 836	$ 936	$ 1,048	$ 1,174	$ 1,315	$ 1,473
贴现因子	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241	0.3855
每年的股东收益贴现值	$ 483	$ 492	$ 500	$ 510	$ 519	$ 528	$ 538	$ 548	$ 558	$ 568
股东收益贴现值总和					$ 5,244					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			$ 1,473							
第 10 年后的股东收益年增长率			5.0%							
第 11 年的股东收益			$ 1,547							
资本化率（k-g）			5.0%							
贴现到第 10 年的价值			$ 30,940							
第 10 年的贴现因子			0.3855							
10 年以后的股东收益现值					$ 11,927					
公司股票的内在价值					$ 17,171					
每股内在价值					$ 122.65					
（公司总流通股份为 1.4 亿股）										

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 12%，第二阶段期限为第 11 年—∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 k=10%，金额单位为百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.27 美国运通公司股票内在价值估算过程及结果

（第一阶段为 10 年）

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	$ .1400	$ 1.540	$ 1.694	$ 1.863	$ 2.049	$ 2.254	$ 2.479	$ 2.727	$ 3.000	$ 3.300
年增长率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东收益	$ 1.540	$ 1.694	$ 1.863	$ 2.049	$ 2.254	$ 2.479	$ 2.727	$ 3.000	$ 3.300	$ 3.630
贴现因子	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241	0.3855
每年的股东收益贴现值	$ 1.400	$ 1.400	$ 1.400	$ 1.399	$ 1.400	$ 1.399	$ 1.399	$ 1.400	$ 1.400	$ 1.399
股东收益贴现值总和					$ 13.996					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			$ 3.630							
第 10 年后的股东收益年增长率			5.0%							
第 11 年的股东收益			$ 3.812							
资本化率（k-g）			5.0%							
贴现到第 10 年的价值			$ 76.240							
第 10 年的贴现因子			0.3855							
10 年以后的股东收益现值					$ 29.391					
公司股票的内在价值					$ 43.387					
每股内在价值					$ 86.77					
（公司总流通股份为 5 亿股）										

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 10%，第二阶段期限为第 11 年—∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 k=10%，金额单位为百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A.28 迪斯尼公司并购大都会/ABC 公司后的股票内在价值估算过程及结果

（第一阶段为 10 年）

	年									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
前 1 年的股东收益	$ 1.180	$ 1.357	$ 1.561	$ 1.795	$ 2.064	$ 2.374	$ 2.730	$ 3.140	$ 3.611	$ 4.153
年增长率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东收益	$ 1.357	$ 1.561	$ 1.795	$ 2.064	$ 2.374	$ 2.730	$ 3.140	$ 3.611	$ 4.153	$ 4.776
贴现因子	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241	0.3855
每年的股东收益贴现值	$ 1.234	$ 1.290	$ 1.349	$ 1.410	$ 1.474	$ 1.541	$ 1.611	$ 1.685	$ 1.761	$ 1.841
股东收益贴现值总和					$ 15.196					
10 年以后的股东收益现值										
第 10 年的股东收益			$ 4.776							
第 10 年后的股东收益年增长率			5.0%							
第 11 年的股东收益			$ 5.015							
资本化率（k-g）			5.0%							
贴现到第 10 年的价值			$ 100.300							
第 10 年的贴现因子			0.3855							
10 年以后的股东收益现值					$ 38.666					
公司股票的内在价值					$ 53.862					
每股内在价值					$ 79.80					
（公司总流通股份为 6.75 亿股）										

注：采用两阶段红利估价模型，假设第一阶段股东收益年增长率为 15%，第二阶段期限为第 11 年—∞，股东收益年增长率为 5%，贴现率 k=10%，金额单位为百万美元。